

Valoración de DIA, S.A.



Trabajo Fin de Grado Grado en Finanzas y Contabilidad

LUIS MIGUEL PAREDES MOREJÓN



Universidad
Carlos III de Madrid



VALORACIÓN DE DIA, S.A.
TRABAJO FIN DE GRADO



VALORACIÓN DE DIA, S.A.

TRABAJO FIN DE GRADO

AUTOR: Luis Miguel Paredes Morejón

TUTOR: Francisco de Paula Giménez

TITULACIÓN: Grado en Finanzas y Contabilidad

Trabajo Fin de Grado
Valoración de DIA, S.A.

Edita: Fundación Yoga
NIF G85308682
C/ Agustín Querol, 9
28014 Madrid

www.fundacionyoga.es
info@fundacionyoga.es

Versión electrónica. La edición en formato libro se imprimió en 2015 en Madrid, España.

Printed in Spain

El autor autoriza el depósito y puesta a disposición de la obra en el Repositorio Institucional de la Universidad Carlos III de Madrid, E-Archivo, de acceso libre y gratuito a través de internet, y otorgando las condiciones de uso de la licencia Creative Commons *reconocimiento-uso no comercial-sin obra derivada*.

Resumen

El presente trabajo tiene como objeto principal determinar el valor de las acciones del Grupo DIA, a fecha 30 de junio de 2014, para saber si están infravaloradas o sobrevaloradas por el mercado. Para ello se ha aplicado el Descuento de Flujos de Caja, como método principal de valoración. Previo a la aplicación de la metodología, se ha realizado un análisis del entorno macroeconómico, del sector, del negocio, de sus estados financieros, etc. para, de esta manera, definir determinadas hipótesis que permitiesen obtener las proyecciones financieras correspondientes al periodo 2014 - 2019. Posteriormente, se han calculado los Flujos de Caja y el Valor residual, siendo este último parámetro el que refleja el valor de la empresa más allá del último periodo proyectado. La suma de estos dos valores, descontados a una tasa de descuento adecuada para cada uno de los periodos correspondientes (WACC-Coste Medio Ponderado del Capital) permite obtener el valor de la empresa. A este valor se le ha restado la deuda financiera neta y otras partidas necesarias, lo que da lugar al valor de los Fondos Propios, que dividido por el número de acciones determinará el valor por acción.

Como metodologías complementarias de valoración se han utilizado los Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables y Múltiplos de Transacciones de Compañías Comparables, con la finalidad de comparar el resultado obtenido en el Descuento de Flujos de Caja. Adicionalmente, como indicación del valor por acción, se mostrarán los precios objetivo para el Grupo DIA de diferentes informes recientes de analistas bursátiles y la cotización histórica de la acción del Grupo DIA de los dos últimos años.

Palabras clave: valoración, hipótesis, proyecciones, valor de la empresa, valor de los fondos propios.

Índice

1.	Alcance y metodología utilizada.....	1
2.	Análisis macroeconómico	5
3.	Descripción del sector y del Grupo	13
3.1	Descripción del sector	15
3.2	Descripción del Grupo	17
4.	Análisis económico y financiero del Grupo DIA.....	21
4.1	Cuenta de Resultados consolidada	23
4.2	Balance de Situación consolidado	25
5.	Plan de negocio	29
5.1	Proyecciones de la Cuenta de Resultados consolidada	32
5.2	Proyecciones del Balance consolidado	39
6.	Valoración por Descuento de Flujos de Caja.....	45
6.1	Descripción de la metodología.....	47
6.2	Aplicación de la metodología.....	49
6.3	Resultado de la aplicación.....	53
7.	Valoración por múltiplos de compañías comparables cotizadas	55
7.1	Descripción de la metodología.....	57
7.2	Aplicación de la metodología.....	57
7.3	Resultado de la aplicación.....	59
8.	Valoración por múltiplos de transacciones de compañías comparables	61
8.1	Descripción de la metodología.....	63
8.2	Aplicación de la metodología.....	63
8.3	Resultado de la aplicación.....	65
9.	Contraste de la valoración obtenida con Informes de Analistas Bursátiles	67
9.1	Descripción de la metodología.....	69
9.2	Aplicación de la metodología.....	69
9.3	Resultado de la aplicación.....	70
10.	Cotización histórica de la acción del Grupo DIA	71
10.1	Descripción de la metodología.....	73
10.2	Aplicación de la metodología.....	73
10.3	Resultado de la aplicación.....	74



11. Conclusiones	75
Glosario	78
Bibliografía	80
Agradecimientos	84
Anexos	85
Anexo 1: Cuentas de Resultado Consolidadas históricas	87
Anexo 2: Balance consolidado histórico	88
Anexo 3: Cuenta de Resultados proyectada	90
Anexo 4: Balance de situación consolidado proyectado	93
Anexo 5: Compañías Cotizadas Comparables.....	95
Anexo 6: Transacciones de Compañías Comparables.....	96



1. Alcance y metodología utilizada



El propósito principal de este trabajo es determinar el valor por acción del Grupo DIA para saber si están infravaloradas o sobrevaloradas por el mercado.

Para ello se ha aplicado como método principal de valoración el Descuento de Flujos de Caja. También se han aplicado otros métodos complementarios de valoración como los Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables y Múltiplos de Transacciones de Compañías Comparables con el objetivo de contrastar el resultado obtenido por el Descuento de Flujos de Caja. Asimismo, se han analizado los diferentes precios objetivo de analistas bursátiles y se ha realizado un estudio de la cotización bursátil de la propia empresa durante los dos últimos años a modo de contraste.

Para realizar la valoración se ha utilizado información pública sobre el Grupo DIA, notas de prensa, informes de analistas independientes, información disponible en la red e información bursátil, entre otros.

Con toda esta documentación, se ha procedido a estudiar el entorno macroeconómico y el sector de la distribución en España, país donde el Grupo concentra su actividad además de la evolución del Grupo englobando su historia, los mercados en los que opera, su modelo de negocio y la oferta de productos, etc.

Al mismo tiempo, se han analizado los estados financieros históricos entre 2008 y 2013 para examinar las últimas variaciones producidas, con el fin de establecer nuestras hipótesis. Además se ha elaborado un Plan de negocio que incluye la Cuenta de Resultados y el Balance, para el periodo comprendido entre 2014 y 2019.

Finalmente, se llevará a cabo una comparativa de los datos obtenidos en el uso de las distintas metodologías indicadas previamente para poder llegar a determinar el valor del Grupo DIA.

Por medio de este trabajo, pretendo adentrarme más en el apasionante mundo de los supermercados. Un mundo que siempre me ha atraído porque considero que es modelo de negocio que partiendo, la mayoría de las veces, de pequeñas tiendas de barrio pueden llegar a convertirse en gigantes de la distribución, para lo cual es increíble la cantidad de aspectos necesarios que debe ser preciso controlar. Un engranaje que mueve millones en todo el mundo y del que no somos totalmente conscientes como ciudadanos de a pie. Por este motivo quiero comprender más a fondo sus estados financieros y señalar un valor aproximado del Grupo DIA.



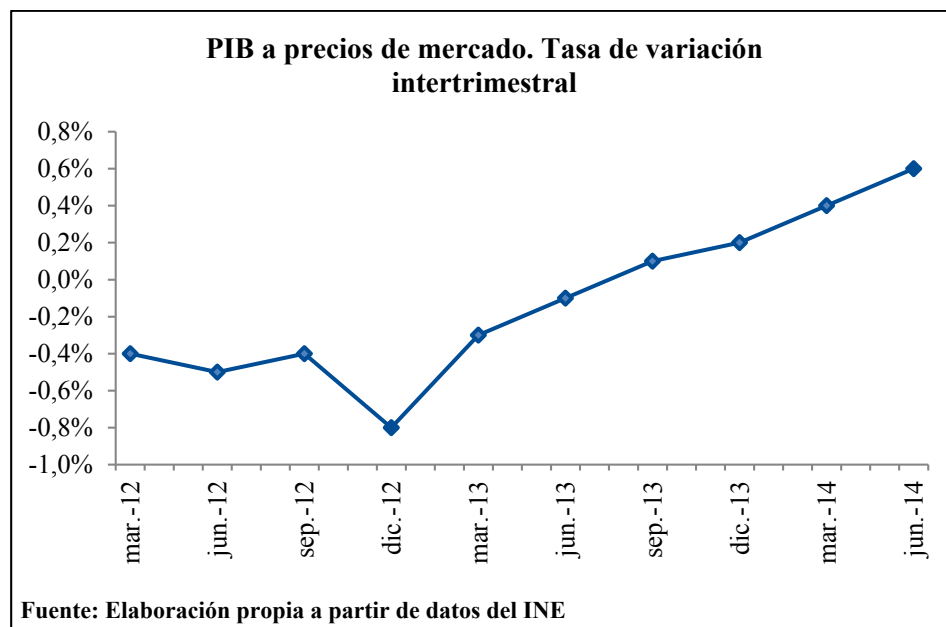
2. Análisis macroeconómico



Evolución reciente de las principales macromagnitudes de la economía española.

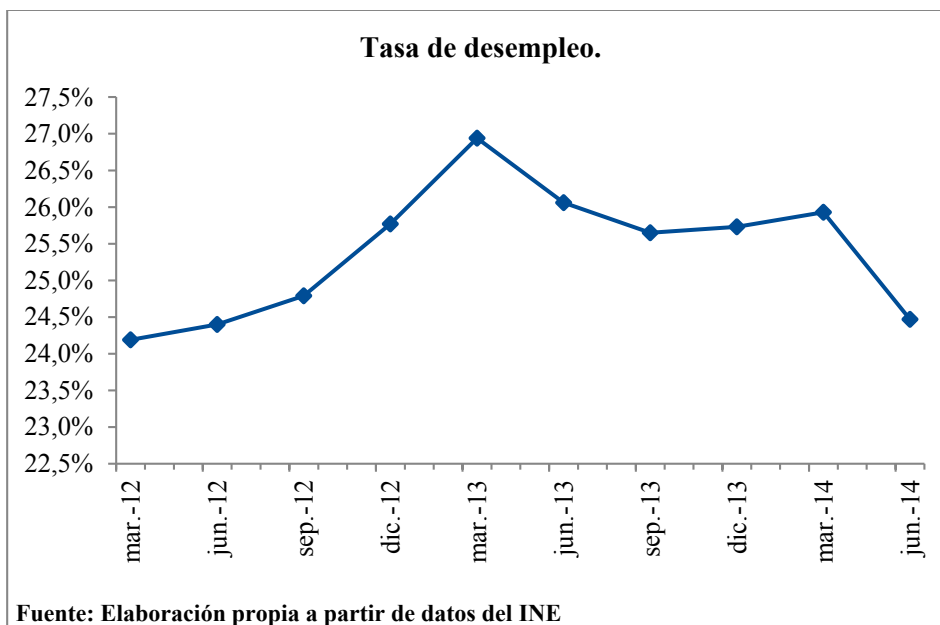
El desempleo y el Producto Interno Bruto (PIB)

Según los últimos datos facilitados por el Instituto Nacional de Estadística (INE, 2014b), el PIB creció un 0,6% en el segundo trimestre de 2014, 20 puntos básicos superior al obtenido en el primer trimestre (0,4%). Con estas subidas ya son cuatro los trimestres continuados de avances.



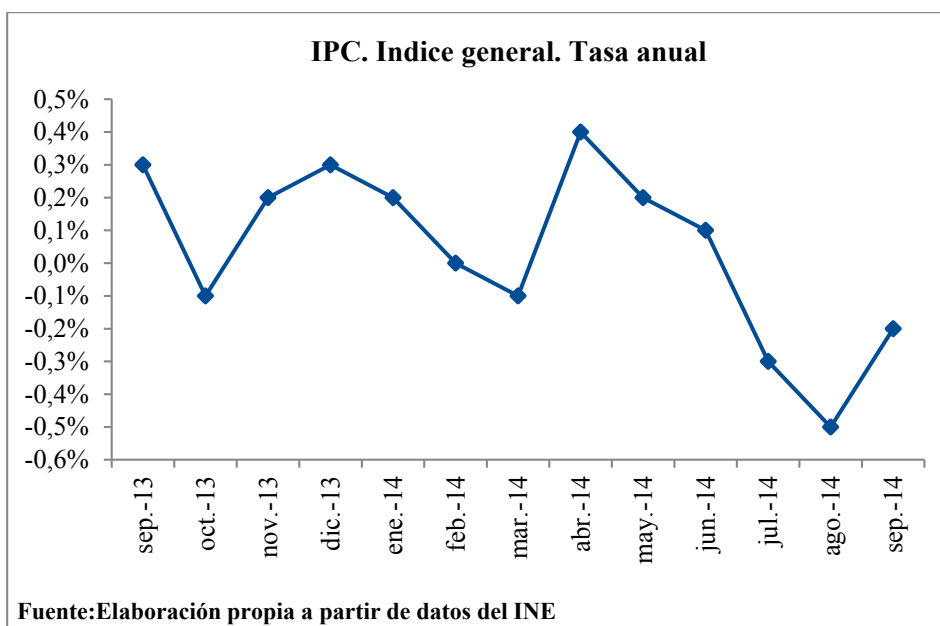
Analizando el crecimiento anual del PIB español en el segundo trimestre de 2014 respecto al mismo periodo de 2013, puede observarse que el mismo se ha incrementado en un 1,2%, lo que supone la segunda tasa positiva tras diez trimestres consecutivos de retrocesos interanuales. En dicho crecimiento ha contribuido una mayor demanda nacional en la que dos de sus principales componentes, el gasto en consumo final de los hogares y la inversión en capital fijo, son los que más han variado. Por el contrario la demanda exterior ha tenido una aportación negativa (Idem.).

Otro factor influyente en la subida del PIB es el descenso registrado en la tasa de desempleo, que ha disminuido del 25,93% al 24,47% en el segundo trimestre, al haberse creado empleo por primera desde que empezó la crisis (INE, 2014a).



Índice de Precios al Consumo (IPC)

En septiembre de 2014, la tasa anual del IPC ha sido del -0,2%, 30 puntos básicos más que en agosto. Esta caída moderada se debe al comportamiento de los precios de los alimentos y la vivienda. En el caso de los alimentos, la tasa aumenta casi un punto y medio hasta -0,8%, y en vivienda, con una variación del 2,2%, más de un punto por encima de la existente en agosto, a consecuencia de la subida de los precios de la electricidad (INE, 2014c).

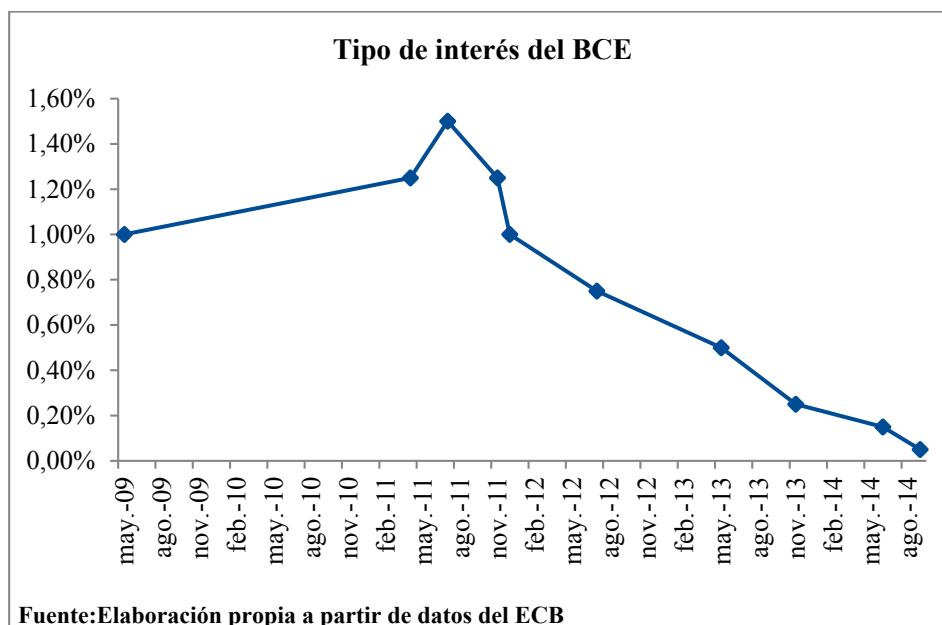


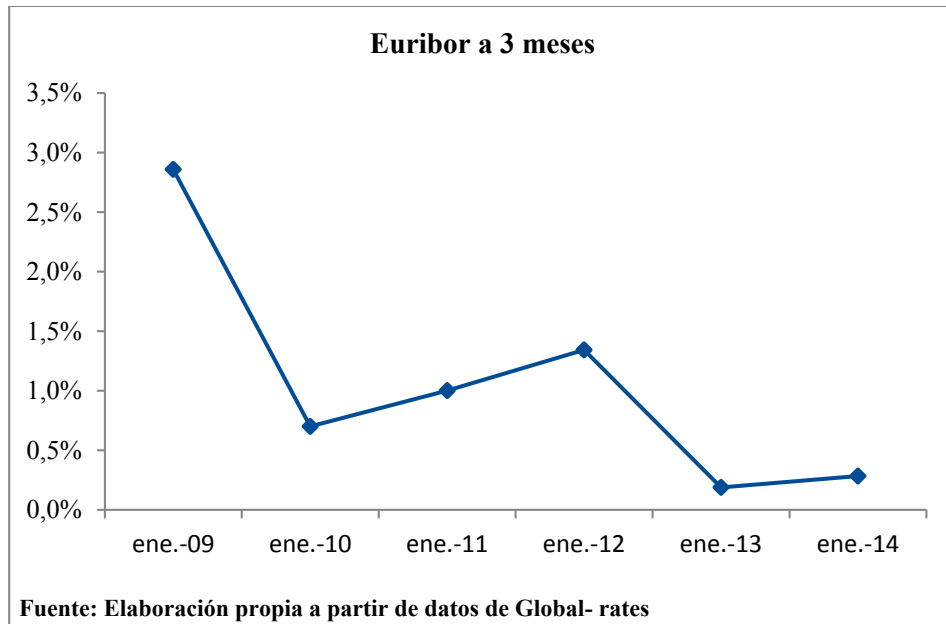
En sentido contrario ha influido el transporte, que ha supuesto una variación del -1% al haber bajado los precios de carburantes y lubricantes, frente al aumento registrado en septiembre de 2013 (Idem.).

El Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) en el pasado mes de septiembre, arroja una tasa de variación anual del -0,3%, 20 puntos básicos más que en el mes de agosto (Idem.).

Tasa de interés y el Mercado Monetario

El tipo de interés de referencia del Banco Central Europeo (BCE) en el mes de septiembre bajó hasta el 0,05% desde el 0,15% anterior (ECB, 2014). Este mínimo histórico tiene como objetivo mantener, a medio y largo plazo, el nivel de inflación en torno al 2%, ante el bajo nivel de precios; influir en la banca para que empiece a conceder créditos a empresas y familias, estimulando de esta manera el crecimiento económico y, finalmente, proceder a la compra masiva de activos titulizados y bonos garantizados en los mercados (Sánchez, 2014).





Al margen de la Unión Europea, comentar que la Reserva Federal (FED) mantiene los tipos en el 0,25% desde 2008 y el Banco de Inglaterra (BoE) en 0,5% desde el 2009 (Global-rates, 2009).

Proyección de las principales macromagnitudes de la economía española

Según la última actualización de las proyecciones de la economía española (Banco de España, 2014), el PIB creció un 1,4% en 2014 y para 2015 se espera que continúe la recuperación iniciada en la segunda mitad del año pasado y que su crecimiento llegue hasta el 2%.

La proyección del PIB para 2015 se apoya en la tendencia a la creación de empleo, basada en la moderación salarial y en flexibilización del mercado laboral; y una mejora en las condiciones de financiación del sector privado, lo que da lugar al alza de la demanda nacional privada. Por el contrario, las estimaciones relacionadas con los mercados exteriores van a sufrir un empeoramiento.

En cuanto a los precios de consumo, las previsiones de crecimiento se han considerado a la baja, principalmente por el descenso del precio del petróleo en estos últimos meses.

En base a todo lo anterior, puede deducirse que la inflación de los precios de consumo va a mantenerse en tasas negativas durante los próximos trimestres.

<i>Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB</i>	2013	2014E	2015E
PIB	-1,2	1,4	2,0
Consumo privado	-2,3	2,3	2,6
Exportación de bienes y servicios	4,3	4,3	4,6
Importación de bienes y servicios	-0,5	7,5	5,6
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	-2,7	2,1	2,2
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	1,4	-0,8	-0,2
Deflactor del PIB	0,7	-0,4	0,4
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	-3,3	0,8	1,6
Capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	2,1	0,5	1,1

Fuentes: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística

Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2014. Datos base 2010



3. Descripción del sector y del Grupo

3.1 Descripción del sector

3.2 Descripción de Grupo



3.1 Descripción del sector

Dado que la mayor parte de la actividad del Grupo DIA se concentra en España los datos facilitados a partir de ahora se van a basar en el mercado español.

Según la consultora Kantar Worldpanel que se dedica a estudiar en detalle las tendencias en el sector de la distribución, el mercado de gran consumo creció en 2013 un 1% en valor y un 0,2% en volumen. Este crecimiento del mercado fue menor al promedio de la inflación habida en 2013, por lo que en realidad el consumidor pagó menos de lo que subieron los precios en su conjunto (Valencoso, 2014a).

El sector del gran consumo es uno de los que más resiste a la crisis, prueba de ello es que la cesta de la compra llegó a superar los 4.553 euros por hogar, un 0,4% más que en 2012, pero también pudo influir en dicho crecimiento el aumento del número de hogares en España en un 0,6% (Idem.).

Siguiendo con los datos de la consultora, la única sección del mercado de gran consumo que creció en valor en 2013, fue la alimentación, un 2,2% los alimentos envasados y un 0,8% los productos frescos (Idem.). Este crecimiento pudo deberse en gran medida a que el consumidor se decantó por las tiendas de precios bajos entre las que se encuentran las del Grupo DIA, como principal canal de compra (Batty, 2014).

%Cuota de mercado en valor	2012	2013
Tiendas de precios bajos	32,3%	34,0%
Tiendas especialistas y colmados	32,4%	30,7%
Resto de supermercados	21,0%	21,0%
Canal hiper	14,0%	14,0%

Total Gran Consumo: Alimentación + Droguería + Perfumería + Baby + Pet Food

Fuente: Kantar Worldpanel

Entre los 10 principales grupos de distribución, únicamente aumentaron cuota de mercado Mercadona, DIA y Lidl, que son tiendas de precios bajos, el resto solo logró mantenerse.

% Cuota de mercado en valor	2012	2013
Mercadona	21,0%	22,3%
DIA	7,7%	7,8%
Carrefour Hiper	7,7%	7,7%
Eroski Super	3,4%	3,3%
Lidl	2,8%	3,0%
Alcampo	3,0%	2,9%
Consum	1,8%	1,8%
Eroski Hiper	1,7%	1,5%
Ahorra más	1,5%	1,5%
Capabro	1,3%	1,3%

Total Gran Consumo: Alimentación + Droguería +Perfumería + Baby + Pet Food
Fuente: Kantar Worldpanel

Respecto a 2014, la Consultora señala que este va a ser un año de grandes cambios en el sector de gran consumo (Valencoso, 2014b):

- La contracción del Gran Consumo en la primera mitad del año ha sido -2,8% en valor, motivado principalmente por la sección de frescos, cuya facturación ha derivado hacia el canal dinámico -hipermercados, supermercados y tiendas de descuento. Más del 50% del gasto en productos frescos se realiza en esas tiendas gastando menos.
- Los consumidores vuelven a hacer grandes compras consiguiendo así retrasar las visitas a las tiendas. De esta manera se recupera la tendencia previa a la crisis.
- La marca del distribuidor (MDD) se estanca, siendo generalizado dicho estancamiento en las todas las secciones.
- Las cadenas de gran distribución se siguen alimentando de lo que pierde el canal especialista, lo que provoca un nuevo reparto en la distribución.

3.2 Descripción del Grupo

La **actividad principal** en todos los países donde DIA tiene presencia se basa en el comercio al por menor de productos de consumo cotidiano, sobre todo alimentación y droguería, en régimen de autorservicio bajo el formato de tiendas de descuento.

A lo anterior hay que añadir que en España también presta servicios de telefonía móvil y actúa como entidad de crédito a través de Finandia E.F.C, S.A.U, para financiar las compras de los clientes.

Con respecto a su **historia**, desde sus comienzos, DIA (**D**istribuidora **I**nternacional de **A**limentación S.A.) se ha caracterizado por su continuo progreso y su expansión a nivel internacional.

En 1966 nace como sociedad anónima de duración indefinida, pero hasta 1979 no abre su primera tienda de descuento, todavía de pequeña entidad. Su imagen corporativa se crea en 1984 al igual que el primer producto de la marca “Dia”.

Tras abrir varias tiendas en Madrid, a partir de 1985 se inicia la apertura de nuevos establecimientos, de mayor tamaño y con una oferta más amplia, en Barcelona y Sevilla.

A finales de los 80, DIA lanza el formato franquicia con el fin de reducir riesgos comerciales y financieros, siendo en la provincia de Cuenca donde se abre el primer establecimiento de este tipo.

En la década de los 90, además de seguir abriendo nuevas tiendas, adquiere otros negocios dedicados a su misma actividad, entre ellos Distribuciones Reus, S.A, e incorporan un nuevo formato llamado “Dia Parking”, de mayor tamaño y situados en el extrarradio de las ciudades.

En estos mismos años empieza su expansión internacional, primero por Portugal y Grecia, dónde dejó de tener presencia en 2010. Argentina fue el primer país del continente americano en acoger la marca Dia.

En torno al 2000, el Grupo DIA llevó a cabo importantes inversiones en Portugal, adquiriendo la amplia red de establecimientos “Minipreço”, bajo cuya enseña se agruparon todos los establecimientos DIA.

En esas fechas, DIA llega a Francia integrándose en el Grupo Carrefour. Dos años después la gestión de E.D. “Europa Discount”, creada por Carrefour, se vincula al Grupo

DIA en el que se integran todos los establecimientos de dicha cadena, que finalmente es adquirida en 2004 mediante una operación intergrupo; pero no es hasta 2009 cuando se inicia la transformación de los establecimientos E.D. en los de DIA. Dos años después la entidad E.D adquiere Erteco SAS, la cual es propietaria del 33,3% de la sociedad Bladis, S.A, culminando en 2012 dicho proceso de transformación.

En 1999, el Grupo DIA se instala en Turquía a través de un socio local del que ostenta un 60% del capital, con el que firma un contrato de venta en julio de 2013, dando así por terminada su presencia en dicho país.

En Brasil, los primeros establecimientos se abren en 2001 y en China en 2003, en éste último a través tres entidades chinas, dos de Shanghai y una de Pekín, cuyo 100% del capital compra el Grupo DIA cuando las leyes chinas no obligan a contar con un socio local para operar. Sin embargo, en 2012, decide considerar como actividad interrumpida el negocio de Pekín manteniéndolo hasta la actualidad pendiente de venta.

Uno de los acontecimientos más relevantes en el devenir de este Grupo fue el empezar a cotizar en la Bolsa de Madrid el 5 de julio de 2011, al precio de 3,50 euros por acción. Desde ese momento, DIA dejó de formar parte de Carrefour.

El 1 de febrero de 2013, DIA tomó el control de la cadena Schlecker, especializada en productos del hogar, belleza y salud con tiendas descuento en España y Portugal. De esta adquisición nacerá la marca Clarel.

Asimismo, señalar que este mismo año el Grupo DIA ha firmado dos acuerdos, uno de venta del negocio francés y otro de compra de Supermercados El Árbol aquí en España, operaciones que se llevaran a cabo a lo largo del 2015.

En cuanto a sus **establecimientos comerciales** indicar que los primeros fueron los llamados “DIA Urbana”, a estos se añadieron posteriormente los llamados “DIA Parking”, situados fuera de las ciudades. A partir de 2004, los primeros se empezaron a sustituir por el nuevo tipo “DIA Market” y los establecimientos de la periferia por el tipo “DIA Maxi”, con cuya modificación el Grupo DIA obtuvo una mejora considerable de sus ventas.

Tras la adquisición de la cadena alemana Schlecker, especializada en artículos del hogar, belleza y salud, el Grupo DIA ha lanzado al mercado los establecimientos Clarel

dedicados a la misma actividad pero con una oferta más amplia y una imagen más moderna y cercana.

Con respecto al **tipo de gestión** de los establecimientos, indicar que sus inicios eran explotados únicamente por el propio Grupo DIA, pero posteriormente y hasta la actualidad la explotación presenta dos modelos bien diferenciados:

- Aquellos establecimientos gestionados directamente por el Grupo DIA ya sea por título de propiedad, arrendamiento o derecho de superficie. Este tipo de gestión se denomina **“CO-CO”**, término procedente de las palabras inglesas “Company Owned-Company Operated”. Bajo este modelo operan sobre todo los establecimientos “DIA Maxi” debido a su mayor tamaño y complejidad.

Según datos de 2010 las ventas medias por establecimiento de este tipo fueron de 1,5 millones de euros, aunque en los últimos años este modelo ha ido perdiendo peso (DIA, 2011)

- Los establecimientos explotados por terceros a través de franquicia cuya titularidad corresponde al franquiciado; conocido por el término **“FO-FO”** procedente de (“Franchise Owned- Franchise Operated”) o al Grupo DIA conocido como **“CO-FO”** (“Company Owned- Franchise Operated”).

La franquicia que es un modelo de gestión y no un modelo comercial diferente, se basa sobre todo en motivos económicos ya que ha demostrado tener una buena rentabilidad por lo que ha crecido mucho en los últimos años. Según datos de 2010, el importe medio de ventas por establecimientos fue de 1 millón de euros (DIA, 2011)

La influencia que en la Cuenta de Resultados del Grupo DIA tiene el modelo “FO-FO” se refleja sobre todo en las “Ventas”, ventas que hace a los franquiciados a un margen inferior al que obtiene en los establecimientos de gestión propia. Los únicos costes que sostiene el Grupo DIA son los relacionados con la logística y los de supervisión a las franquicias, puesto que los demás gastos operativos corren por cuenta de las franquicias.

El modelo “CO-FO” influye de la misma manera en la Cuenta de Resultados, excepto en el tema del alquiler que el Grupo DIA continua pagando cuyo coste es refacturado como ingreso en la cuenta de “Otros ingresos”.

Este tipo de modelo de gestión ha demostrado ser rentable para ambas partes, para el Grupo DIA que acondiciona el establecimiento hasta el último detalle antes de cederlo al franquiciado, y para éste porque va a ser el encargado de su gestión y explotación.

Finalmente, se debe hacer mención a la **situación actual** del Grupo DIA, ya que es una compañía internacional del sector de la distribución que cuenta con más de 40.000 empleados que trabajan para los 6.598 establecimientos que tiene repartidos entre España, Portugal, Argentina, Brasil y China. En su modelo de negocio la franquicia es un pilar básico que ya representa el 43,8% de su red de establecimientos. Para abastecer a esta red de establecimientos, la compañía cuenta con 35 plataformas logísticas que ocupan más de 600.000 metros cuadrados de superficie a lo largo de los países en los que el Grupo opera.



4. Análisis económico y financiero del Grupo DIA

4.1 Cuenta de Resultados consolidada

4.2 Balance de Situación consolidado



Antes de analizar sus estados financieros históricos de 2008 a 2013, es necesario indicar que el Grupo DIA no es comparable con otras cadenas de distribución, ni por su expansión geográfica ni por su modelo de negocio, en el que son primordiales sus tiendas de descuento y su extenso número de franquicias, por lo que el análisis será intra-empresa.

Señalar que todas las tablas y gráficos que se presentan en este capítulo son de elaboración propia a partir de datos de Dia Corporate.

4.1 Cuenta de Resultados consolidada

A continuación, se puede apreciar que las Ventas han ido en aumento dentro de una estabilidad, al igual que también se han incrementado los Otros Ingresos, como consecuencia de la refacturación de los gastos de alquiler de los establecimientos “CO-CO” que se traspasaron a franquicias “CO-FO” y por el aumento de las penalizaciones impuestas a los proveedores cuando los productos no cumplen los estándares de calidad impuestos por el Grupo.

<i>(miles de €)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ventas	9.239.835	9.226.629	9.588.045	9.728.544	9.707.554	9.844.338
<i>Var. en %</i>		-0,1%	3,9%	1,5%	-0,2%	1,4%
Otros ingresos	64.439	66.145	84.951	114.953	131.793	142.927
<i>% sobre Ventas</i>	0,7%	0,7%	0,9%	1,2%	1,4%	1,5%
Total de ingresos	9.304.274	9.292.774	9.672.996	9.843.497	9.839.347	9.987.265

Asimismo, se observa que el Consumo de mercaderías y otros consumibles no ha experimentado variaciones significativas hasta el 2013 en el que disminuye un 1% lo que hace que el Margen bruto mejore.

<i>(miles de €)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Coste de ventas	(7.390.481)	(7.333.616)	(7.621.858)	(7.752.534)	(7.754.444)	(7.821.780)
<i>% sobre Tot. Ing.</i>	-79%	-79%	-79%	-79%	-79%	-78%
Margen Bruto	1.913.793	1.959.158	2.051.138	2.090.963	2.084.903	2.165.485
<i>% sobre Tot. Ing.</i>	20,6%	21,1%	21,2%	21,2%	21,2%	21,7%

En cuanto a los Gastos Operativos, los Gastos de personal han sufrido pequeñas variaciones que deben su razón a: i) al constante trasvase de personal de tiendas propias a franquicias; ii) al incremento de personal en tiendas propias. Sin embargo estas variaciones se compensan entre sí y se circunscriben entre el -8,5% y -8% sobre el Total de los ingresos. Respecto a los Otros gastos de explotación, se observa un decrecimiento

desde el 2010 en casi un 1% como consecuencia del plan de ahorro de costes implantado por el Grupo y por el aumento del peso de la franquicia.

<i>(miles de €)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Gastos de personal	(771.859)	(794.234)	(796.007)	(803.687)	(781.545)	(820.273)
% sobre Tot. Ing.	-8,3%	-8,5%	-8,2%	-8,2%	-7,9%	-8,2%
Otros gastos de explotación	(704.490)	(729.712)	(748.029)	(726.174)	(687.961)	(703.587)
% sobre Tot. Ing.	-7,6%	-7,9%	-7,7%	-7,4%	-7,0%	-7,0%

Si se habla del Resultado financiero, en todos los años el Grupo presenta un resultado financiero negativo y esto se debe a su política histórica de expansión y crecimiento constante. Para entender las variaciones, hay que dividir el periodo analizado en dos tramos, de 2008 a 2010, en el que el Resultado financiero es bajo y a partir de 2011, momento en el que se produce la escisión de DIA del Grupo Carrefour se incrementa como consecuencia del aumento de financiación para el nuevo plan de expansión.

<i>(miles de €)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Resultado financiero	(21.461)	(11.722)	(12.683)	(35.392)	(25.926)	(39.750)
% sobre Ventas	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,4%	-0,3%	-0,4%

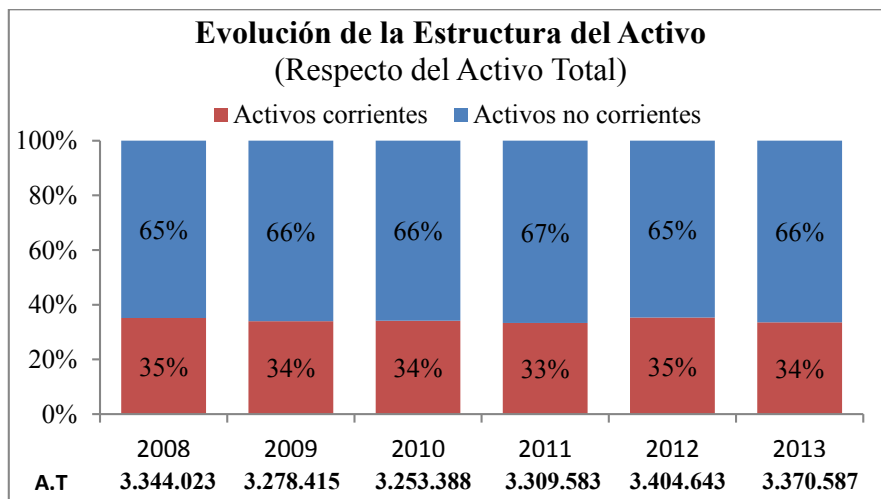
Por último, se presenta una tabla con las principales magnitudes de la Cuenta de Resultados Consolidados.

<i>(miles de €)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ventas	9.239.835	9.226.62	9.588.04	9.728.54	9.707.55	9.844.33
		9	5	4	4	8
EBITDA	382.334	446.692	478.723	507.506	595.264	607.749
% sobre Ventas	4,1%	4,8%	5,0%	5,2%	6,1%	6,2%
EBIT	143.484	175.438	138.043	216.801	308.137	325.620
% sobre Ventas	1,6%	1,9%	1,4%	2,2%	3,2%	3,3%
Beneficio neto	74.518	117.786	116.894	94.374	146.386	196.058
% sobre Ventas	0,8%	1,3%	1,2%	1,0%	1,5%	2,0%

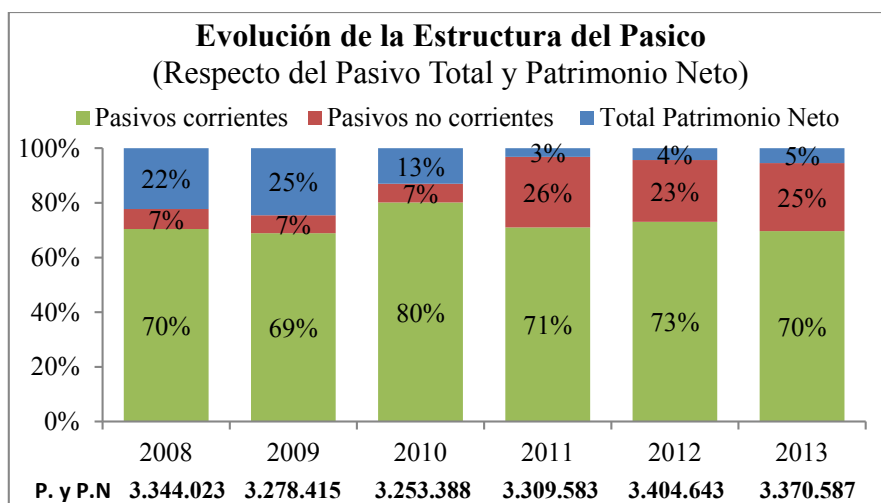
En relación al EBITDA, se observa un crecimiento constante tanto en importe como en porcentaje sobre ventas. En cuanto al EBIT, sólo en 2010 se ve afectado, en mayor medida, por el impacto de los Elementos no recurrentes sobre todo por el Resultado procedente del inmovilizado, lo que genera que no crezca en este año. Si se habla del Beneficio neto en 2010 y 2011 se ve afectado por una tasa impositiva alta y por el impacto de los Elementos no recurrentes. Hay que mencionar que el Beneficio neto de 2010 tiene en cuenta el beneficio extraordinario por la venta de su negocio en Grecia, lo que hace que parezca que en el 2011 no existe crecimiento alguno.

4.2 Balance de Situación consolidado

Para conocer la composición y estructura del Balance se ha procedido a realizar un análisis vertical, el cual permite concluir que su estructura económica no ha experimentado grandes cambios, el Activo no Corriente representa dos terceras partes del Total del Activo, mientras que el Activo Corriente una tercera parte.



De su estructura financiera no se puede decir lo mismo. Como ya se ha dicho anteriormente el Grupo sufrió cambios tras la separación del Grupo Carrefour, sobre todo en el Patrimonio Neto y en el Pasivo no Corriente. En 2010 el Grupo empieza a descapitalizarse, acto seguido en 2011 se produce la escisión del Grupo Carrefour, disminuyendo su Patrimonio neto y financiándose a largo plazo. Dejando a un lado esta gran transformación se puede ver que en los últimos tres ejercicios el reparto ha sido más o menos estable.



Si se desglosan las masas patrimoniales se pueden extraer los siguientes comentarios.

Del Activo no Corriente señalar que el Grupo DIA mantiene un alto nivel histórico de inversiones, sobre todo en transformar y mantener las tiendas que en nuevas aperturas. Si se compara el Capex con la Amortización se puede decir que DIA está en un proceso de inversión y crecimiento.

(miles de €)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Capex	(442.105)	(340.934)	(290.041)	(349.900)	(331.700)	(361.800)
Amortización	(244.851)	(263.880)	(292.321)	(277.388)	(268.940)	(266.886)
Capex como % de Amortización	180,6%	129,2%	99,2%	126,1%	123,3%	135,6%
Amortización como % del Capex	55,4%	77,4%	100,8%	79,3%	81,1%	73,8%
Capex como % de Ventas	-4,8%	-3,7%	-3,0%	-3,6%	-3,4%	-3,7%
Amortización como % de Ventas	-2,6%	-2,9%	-3,0%	-2,9%	-2,8%	-2,7%

Conviene señalar que el Grupo DIA, al igual que otras cadenas de distribución, opera bajo un fondo de maniobra negativo, y esto se debe a que el periodo medio de cobro es muy inferior al de pago. Para un correcto análisis se ha procedido a desglosarlo en sus dos componentes: Necesidades Operativas de Fondos (NOF) y Liquidez Neta (LN).

(miles de €)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Activo Comercial	860.933	751.908	795.024	813.330	838.226	862.703
Pasivo Comercial	2.053.206	1.929.419	2.065.089	2.082.684	2.038.925	2.104.102
NOF	(1.192.273)	(1.177.511)	(1.270.065)	(1.269.354)	(1.200.699)	(1.241.399)
Var. de las NOF		14.762	(92.554)	711	68.655	(40.700)
Activos líquidos	314.338	361.405	316.842	289.943	364.300	268.137
Pasivo CP no comercial	301.728	329.347	543.006	268.038	448.804	243.384
LN	12.610	32.058	(226.164)	21.905	(84.504)	24.753
Var. de la LN		19.448	(258.222)	248.069	(106.409)	109.257
FM = NOF + LN	(1.179.663)	(1.145.453)	(1.496.229)	(1.247.449)	(1.285.203)	(1.216.646)

En la tabla anterior se puede observar que el fondo de maniobra empeoró en 350.776 y 37.754 miles de euros en 2010 y 2012, respectivamente. En 2010, la liquidez neta disminuyó en 258.222 miles de euros y las necesidades operativas de fondos aumentaron en 92.554 miles de euros; y en 2012 la liquidez neta disminuyó en 106.409 miles de euros y las necesidades operativas de fondos disminuyeron en 68.655 miles de euros.

En cuanto a sus periodos medios, señalar que el de inventario es cada vez más eficiente, tanto éste como el de cobro y el de pago, en los últimos años se han mantenido estables dentro de la eficacia mencionada.

(días)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Periodo medio de inventario	29	27	26	25	25	25
Periodo medio de cobro	7	5	7	7	7	8
Periodo medio pago a proveedores	86	81	83	84	83	83

De su endeudamiento mencionar que el ratio, deuda financiera neta/EBITDA, se sitúa por debajo de 2 lo que muestra en términos generales una buena capacidad de repago de su deuda.

(miles de €)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Total deuda financiera	324.840	243.608	568.453	865.802	979.735	913.000
Deuda financiera neta	20.161	(7.170)	251.611	575.859	629.310	650.963
Deuda financiera neta/EBITDA	0,05x	-0,02x	0,53x	1,13x	1,06x	1,07x

Con respecto a su rentabilidad económica (ROA) y financiera (ROE) indicar que la primera ha mejorado debido al incremento del margen ya que la rotación de activos se ha mantenido más o menos estable. No se debe olvidar que, por lo anteriormente mencionado, el margen se vio afectado en el año 2010, lo que ocasionó una caída del ROA en ese año. De la financiera, señalar que a partir del 2010 se ve afectada por el aumento del apalancamiento; esto es así como consecuencia de la descapitalización de la empresa que ocasiona que su Patrimonio neto se haya visto reducido y, por lo tanto, el ROE se ha incrementado considerablemente.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROA	4,3%	5,4%	4,2%	6,6%	9,1%	9,7%
<i>Margen EBIT</i>	1,6%	1,9%	1,4%	2,2%	3,2%	3,3%
<i>Rotación de Activos</i>	276%	281%	295%	294%	285%	292%
ROE	10,0%	14,6%	27,7%	90,2%	99,1%	106,8%
<i>Margen neto</i>	0,8%	1,3%	1,2%	1,0%	1,5%	2,0%
<i>Rotación de Activos</i>	276%	281%	295%	294%	285%	292%
<i>Apalancamiento</i>	449%	407%	770%	3164%	2306%	1835%



5. Plan de negocio

5.1 Proyecciones de la Cuenta de Resultados consolidada

5.2 Proyecciones del Balance consolidado



El periodo proyectado va desde el 2014 hasta el 2019. Estas proyecciones van de la mano con la evolución histórica del Grupo y con los planes de la Dirección. En dicho plan se tendrán en cuenta los siguientes acuerdos que ha firmado el Grupo en la primera mitad de 2014 y que se consideran que se llevarán a cabo nada más iniciar el 2015.

Venta de DIA France: El Grupo DIA ha suscrito una opción de venta y acuerdo de exclusividad con Carrefour, que contempla un valor de empresa de 600 millones de euros, importe que se ajustará en función de la deuda financiera neta y del capital circulante.

El Grupo ya ha clasificado los activos y pasivos de DIA France y sus sociedades dependientes como mantenidos para la venta a 30 de junio de 2014, por lo que éstas y otras partidas correspondientes a esta operación se han mantenido inmóviles hasta el final del ejercicio 2014.

Compra del Grupo El Árbol: Ya aceptada por la CNMC. Se incorporarán 444 establecimientos situados principalmente en las comunidades autónomas de Asturias, Castilla y León, Aragón, Extremadura y Galicia. Esta adquisición le permitirá consolidar su apuesta por la compra de proximidad y el desarrollo de la oferta de productos frescos, y situarse con una cuota de mercado valor superior al 9%.

El acuerdo comprende la adquisición del 100% de capital social por cuyas acciones se pagará un euro, además de asumir una deuda financiera máxima estimada de 99 millones de euros y la adquisición de un préstamo participativo ya existente mediante el pago de un fijo de 26 millones de euros, así como de un variable de hasta 25,8 millones en función de la evolución de determinadas magnitudes financieras. Adicionalmente, el Grupo DIA ha concedido una línea de financiación al Grupo El Árbol por un importe máximo de 7,5 millones de euros. En resumen, el valor de la empresa se sitúa en los 158,3 millones de euros.

Esta compra es un proyecto del que todavía no hay un plan de negocio trazado, lo único que se sabe es que se mantendrá la enseña. Para incorporar esta adquisición se utilizarán las estimaciones de los analistas y sus últimos estados financieros que hacen referencia al ejercicio 2011 y 2012.

5.1 Proyecciones de la Cuenta de Resultados consolidada

A continuación se expone los supuestos relativos a la Cuenta de Resultados consolidada, se puede encontrar los datos financieros en el **Anexo 3**.

- **Ventas:** Se han calculado a partir de la estimación del número de aperturas de tiendas multiplicado por la venta media por tienda estimada para cada año en cada uno de los mercados en los que está presente. Para estimar el número de aperturas se han utilizado los datos históricos, planes de expansión de aperturas publicados por el Grupo, así como las estimaciones de los analistas independientes, y para estimar la venta media por tienda se ha considerado que solo varíe en función del IPC. En el caso de los Países Emergentes, las ventas primero se han proyectado en moneda local para después convertirlas en euros según el tipo de cambio correspondiente teniendo en cuenta la teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo.

A continuación se presenta el ritmo de aperturas del último año y del periodo proyectado:

Nº DE TIENDAS	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Iberia	4.792	5.004	5.648	5.848	5.978	6.088	6.153
<i>DIA</i>	3.603	3.715	3.815	3.915	3.995	4.055	4.095
<i>Schlecker/Clarel</i>	1.189	1.289	1.389	1.489	1.539	1.589	1.614
<i>El Árbol</i>			444	444	444	444	444
Francia	865						
Países Emergentes	1.671	1.872	2.073	2.254	2.415	2.556	2.677
TOTAL	7.328	6.876	7.721	8.102	8.393	8.644	8.830
Variación de tiendas	378	413	401	381	291	251	186

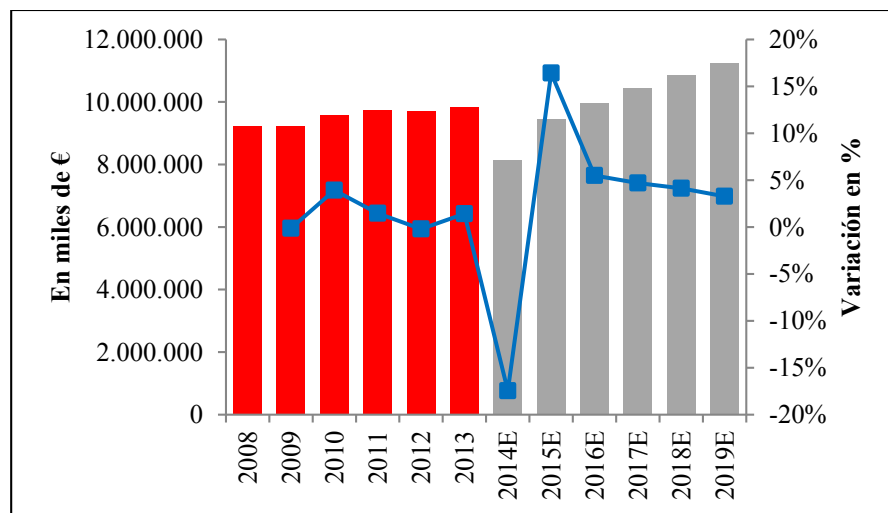
Tras la reciente desconsolidación de Francia en los primeros meses de 2014, el Grupo opera en dos segmentos:

- **Segmento 1:** Iberia (España y Portugal -**Anexo 3.1**-). El Grupo opera de momento bajo dos enseñas DIA y Clarel. Las tiendas DIA se han proyectado en función de las aperturas de los últimos años y las tiendas Clarel en función del plan del Grupo difundido en el Día del inversor de marzo de 2014. Se estima que en 2015 se incorporen las tiendas del El Árbol, y que aporten 800.000 miles de euros a las ventas ibéricas, por lo que a partir de ese año el Grupo operará bajo tres enseñas. Al no disponer de datos fehacientes referentes a El Árbol, se ha procedido a mantener estable el número de las tiendas y sólo variarán las ventas en función del IPC.

- **Segmento 2:** Países Emergentes (Brasil, Argentina y China). Brasil -**Anexo 3.2**- seguirá siendo la baza de los Países Emergentes, allí el Grupo goza de ventajas competitivas, es más o menos el único discounter del país, su marca blanca tienen un mayor grado de penetración que el resto de competidores; por lo que su ritmo de aperturas continuará. En Argentina -**Anexo 3.3**-, la situación política y económica ha empeorado, la existencia de precios regulados, problemas para realizar compras en el exterior, problemas para repatriar beneficios, incumplimiento de la presencia en los lineales de ciertos productos de “precios cuidados”....algunos de estos riesgos ya hizo públicos en su Plan de Negocio antes de su salida a Bolsa, por lo que se ha considerado que el ritmo de aperturas vuelva a ser el mismo que se consiguió en 2011, siendo 50 las aperturas de tiendas.

Por último, en China -**Anexo 3.4**- no se tiene clara la posición del Grupo, la sociedad china sigue aportando pérdidas al Resultado de actividades continuadas por lo que se ha decidido mantener fijo el ritmo de aperturas del último año para todo el periodo proyectado.

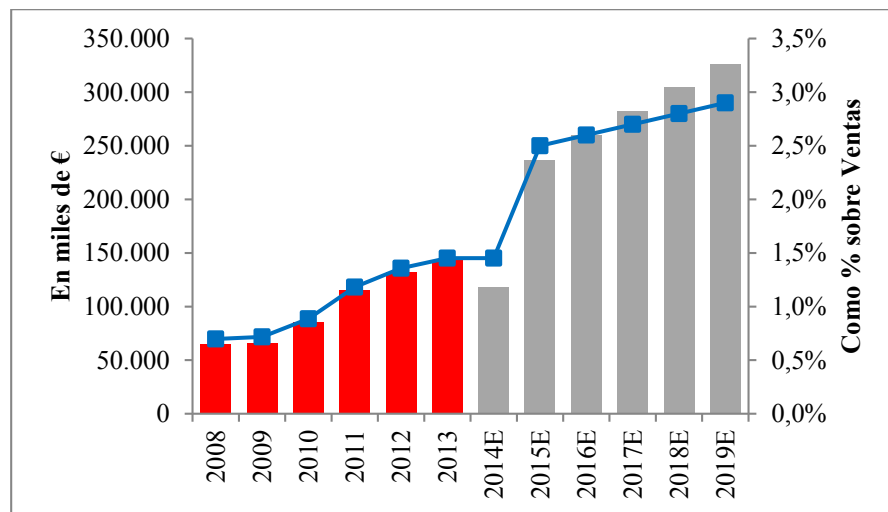
En base a todo lo anterior, las ventas evolucionarán del siguiente modo:



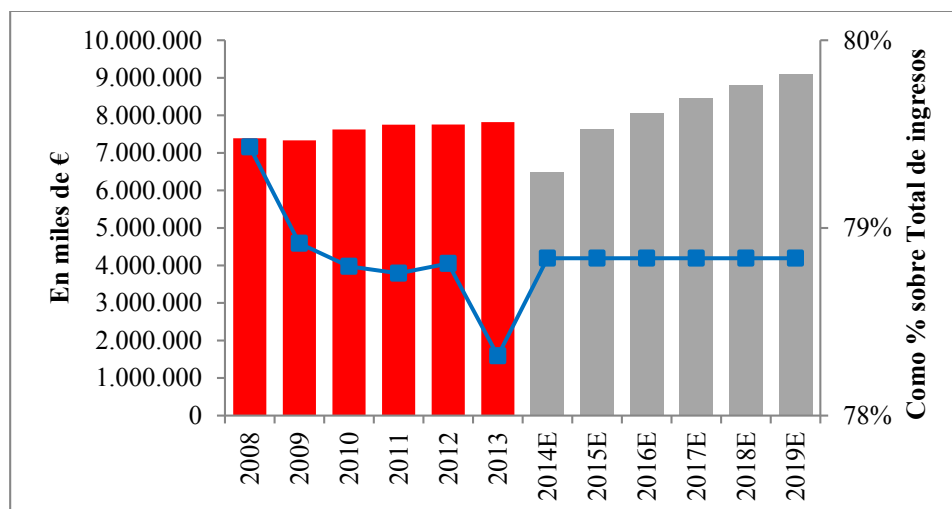
En el gráfico anterior se puede observar que las ventas sufrirán en 2014 y en 2015 variaciones bruscas pero que a partir de ese momento continuarán con la tendencia que mostraban en el pasado. En 2014 descenderán un 17,5% debido desconsolidación

de DIA France y, en 2015 se incrementarán un 16,4% motivado principalmente por la incorporación del el Grupo El Árbol.

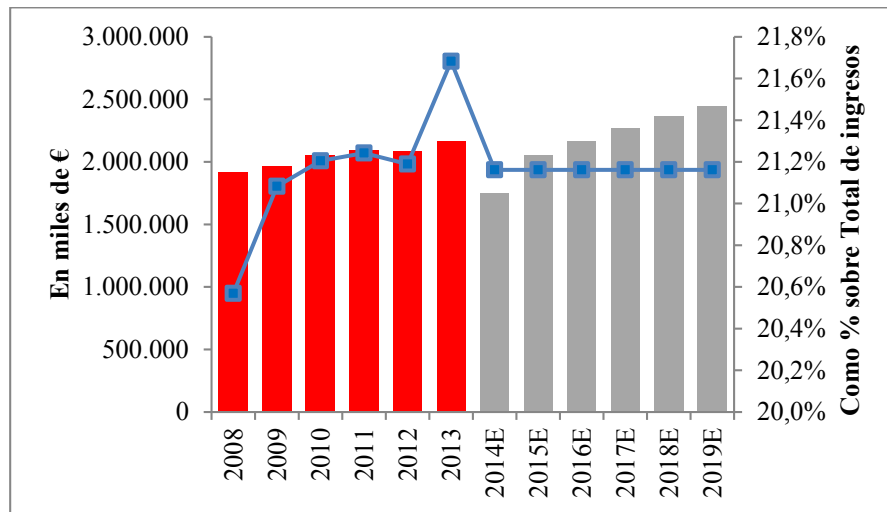
- **Otros ingresos:** Se han proyectado como porcentaje sobre las Ventas y está previsto que continúen su tendencia ascendente debido a la facturación de los alquileres soportados por DIA y repercutidos a los franquiciados “CO-FO”. En 2015 estos ingresos experimentarán un crecimiento del 1% aproximadamente por la incorporación del Grupo El Árbol.



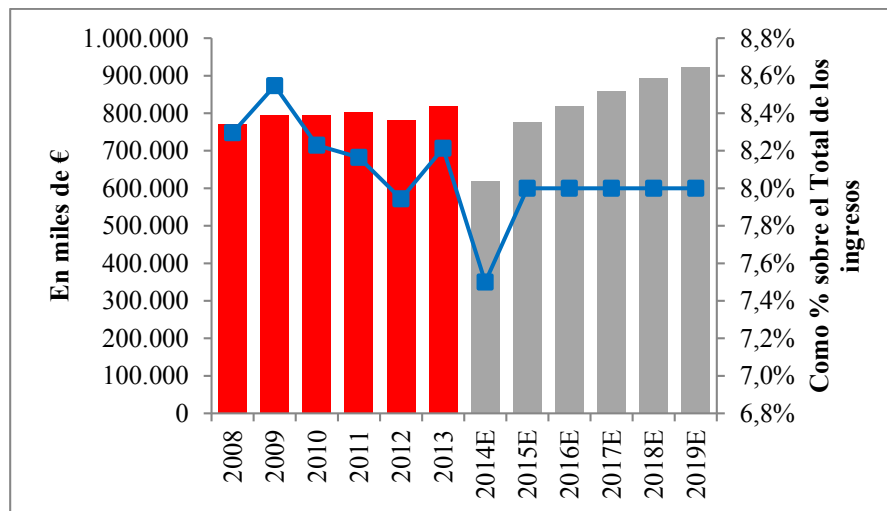
- **Consumo de mercaderías y otros consumibles:** Se ha proyectado como porcentaje sobre el Total de ingresos (78,8%), que es lo que viene representando de media en los últimos cinco años, manteniéndose constante durante todo el periodo proyectado.



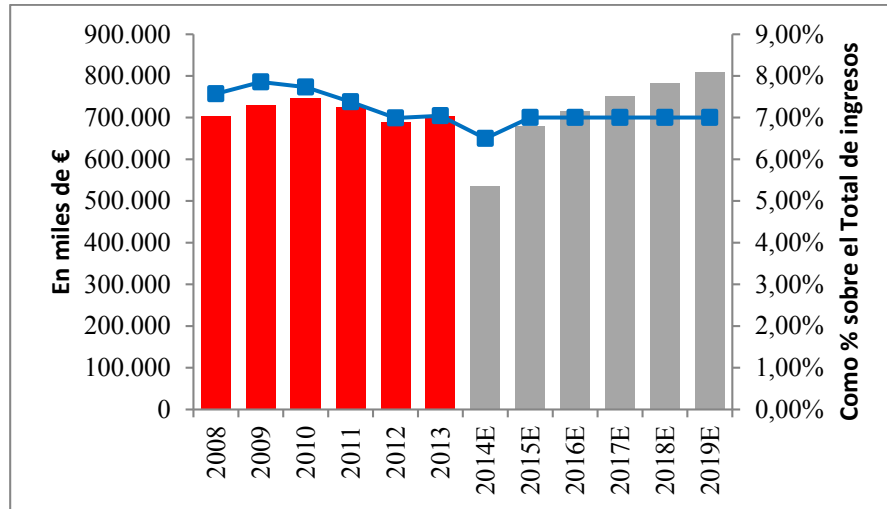
- **Margen Bruto:** Seguirá aumentando como importe y como porcentaje sobre el Total de los ingresos se mantendrá estable durante todo el periodo proyectado.



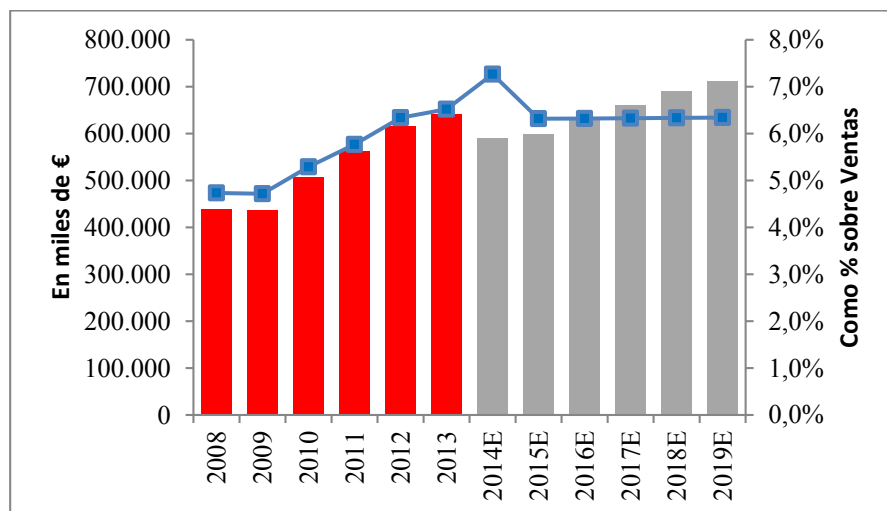
- **Gastos de personal:** Se han proyectado como porcentaje sobre el Total de los ingresos, y como se puede observar en 2014 estos gastos se verán reducidos por la desconsolidación de Dia France, mientras que a partir de este año se ha considerado que representen un 8%, que es lo que vienen representando de media en los últimos cinco años.



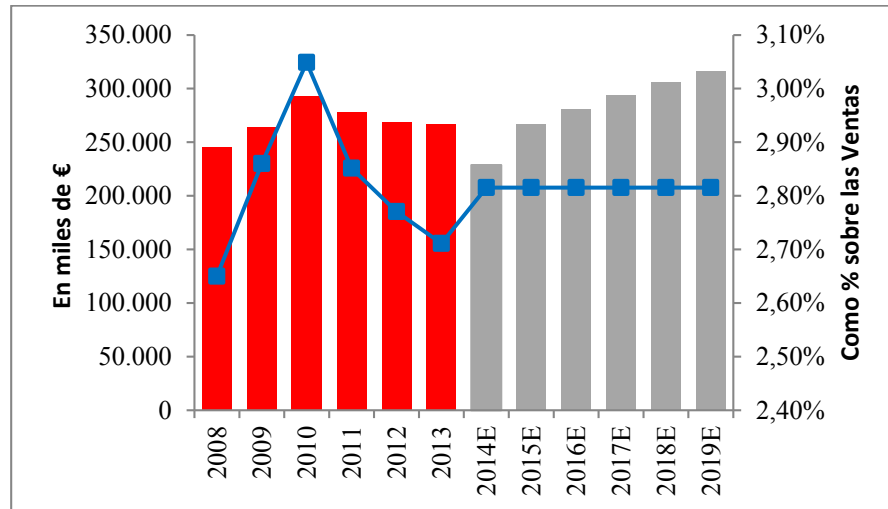
- **Otros gastos de explotación:** Se han proyectado como porcentaje sobre el Total de los ingresos, y al igual que la partida anterior en 2014 disminuirán, mientras que en el resto de años proyectados se ha considerado que representen un 7%, que es lo que viene representando de media en últimos cinco años.



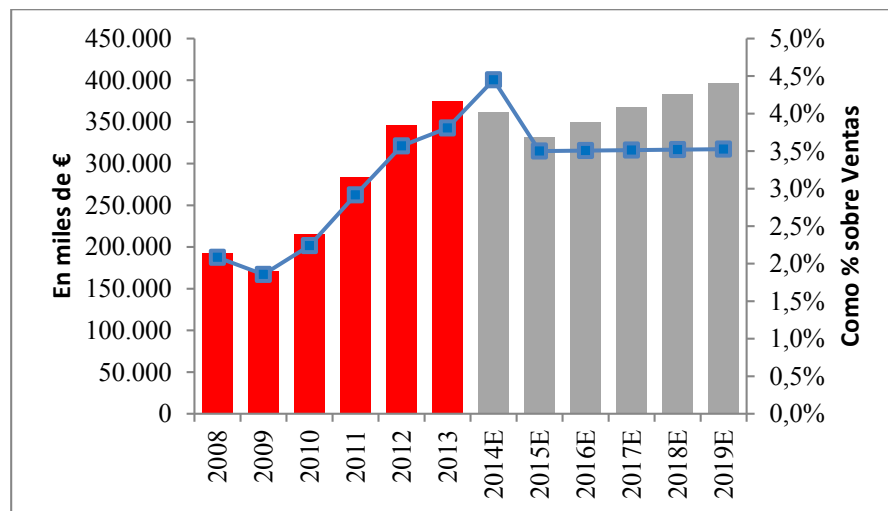
- **EBITDA ajustado por elementos no recurrentes:** Descenderá en 2014 debido a la salida de Francia pero a partir del 2015 continuará con su tendencia ascendente.



- **Amortización:** Se ha proyectado como porcentaje sobre las Ventas, (2,82%), que es lo que vienen representando de media en los últimos cinco años, manteniéndose constante a lo largo de todo el periodo proyectado.

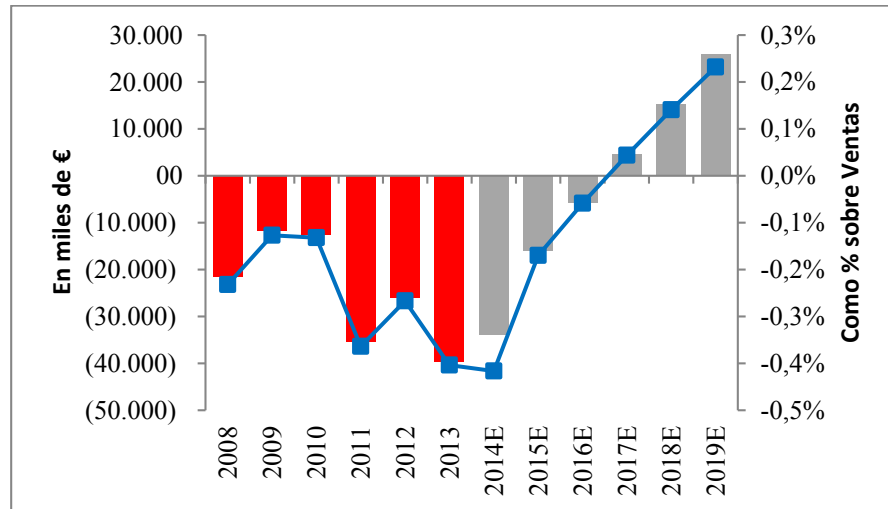


- **EBIT ajustado por elementos no recurrentes:** El EBIT será el resultado de restar la Amortización al EBITDA.

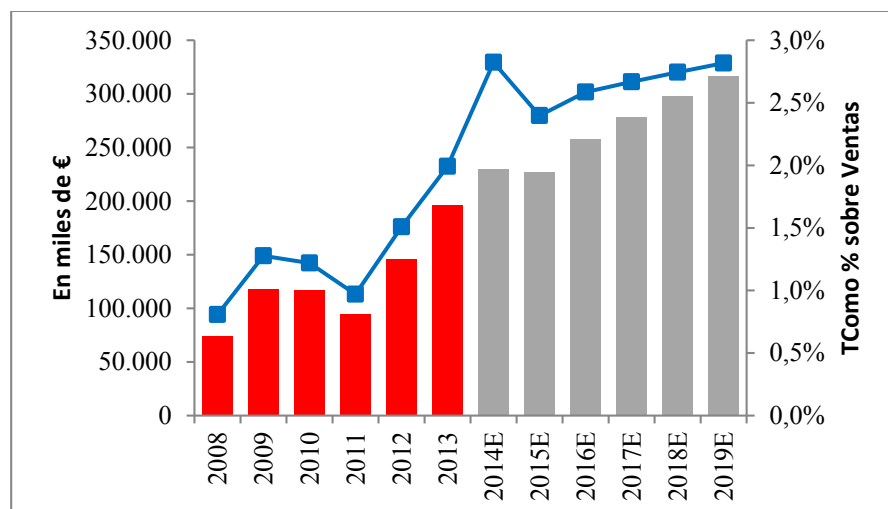


- **Resultado Financiero:** Por un lado se han proyectado los ingresos financieros que proceden de los intereses del Efectivo y otros equivalentes del Grupo, y para ello se ha considerado el tipo de interés del último año como el tipo de interés esperado para todo el periodo proyectado. Por otra parte, los gastos financieros dependen de la Deuda financiera contraída por el Grupo, y se han proyectado asumiendo que el tipo de interés del último año se mantendrá durante todo el periodo proyectado.

Se estima un descenso del resultado financiero negativo hasta 2016, como consecuencia de la disminución de la deuda y se prevé que a partir de 2017 el resultado financiero sea positivo.



- **Impuesto sobre Beneficios:** Según el anteproyecto de reforma fiscal ya aprobado, para el 2014 se ha aplicado un tipo impositivo del 30%, que bajara al 28% y 25% respectivamente en los siguientes años. Al no existir información fiscal al respecto para los años posteriores, se mantendrá el tipo impositivo al mismo valor que en el 2016.
- **Beneficio neto consolidado:** será el resultado de los factores descritos anteriormente.



5.2 Proyecciones del Balance consolidado

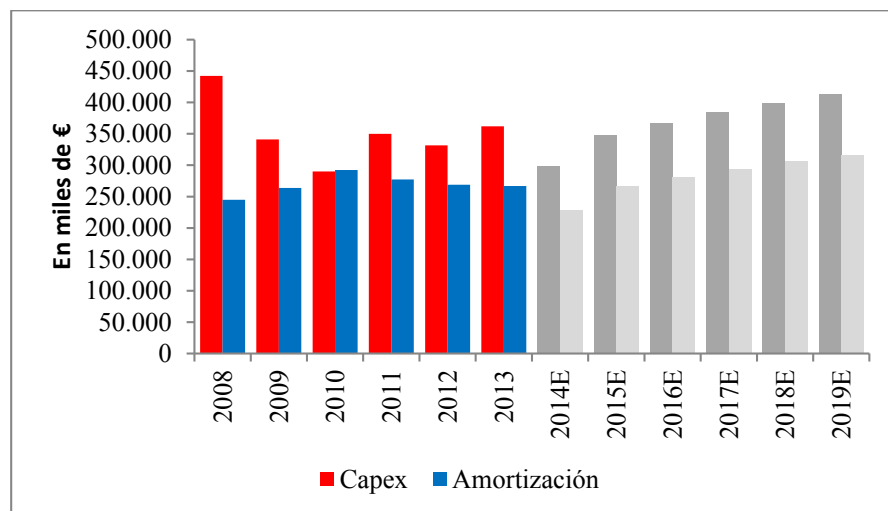
A continuación se expone los supuestos relativos al Balance agregado, se puede encontrar los datos financieros en el **Anexo 4**.

Dado que no es necesario una proyección de todas las partidas del Balance para la obtención del Flujo de Caja solo se han proyectado las siguientes partidas mientras que las demás se han mantenido estables.

Del Activo:

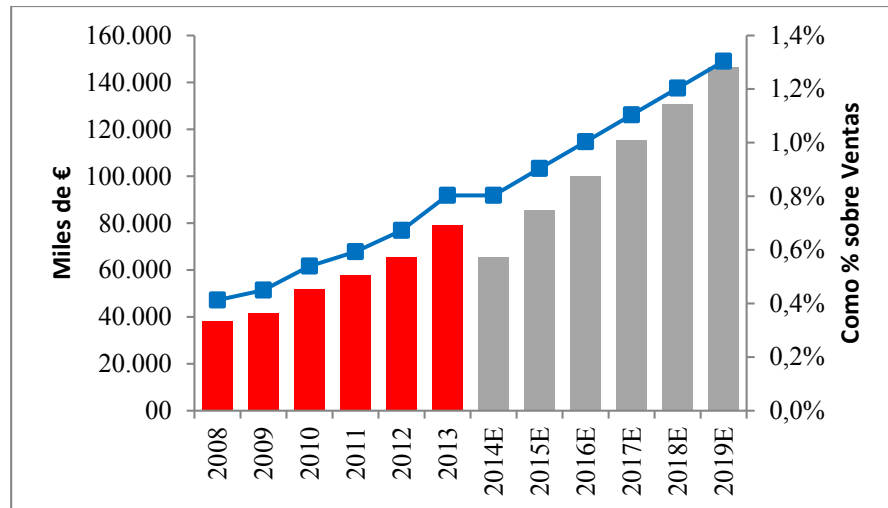
- **Inmovilizado material:** Para su proyección se ha tenido en cuenta el Capex y la Amortización. De tal manera que el Inmovilizado material del próximo año será el resultado del Inmovilizado del año anterior más el Capex del año en curso menos la Amortización de este año.

Para estimar la previsión de la inversión en inmovilizado y la correspondiente amortización se han utilizado datos históricos. El Capex variará en función de las Ventas y para la Amortización se ha realizado una media de los cinco años anteriores.



- **Otros activos intangibles:** Para proyectar otros activos intangibles se ha seguido el mismo procedimiento que la partida anterior.

- **Otros activos financieros no corrientes:** Recogen sobre todo las fianzas entregadas como garantía a los contratos de arrendamiento contraídos por el Grupo y los saldos de clientes por ventas con vencimiento mayor a 1 año, es decir, financiación prestada a franquiciados por compras. Se han proyectado como porcentaje sobre Ventas, continuando con la tendencia histórica.



- **Existencias:** Para proyectar las existencias se ha calculado el periodo medio de inventario histórico del Grupo DIA a través de la siguiente fórmula:

$$\text{Rotación de stock} = \frac{\text{Existencias}}{\text{Aprovisionamientos}} \times 365$$

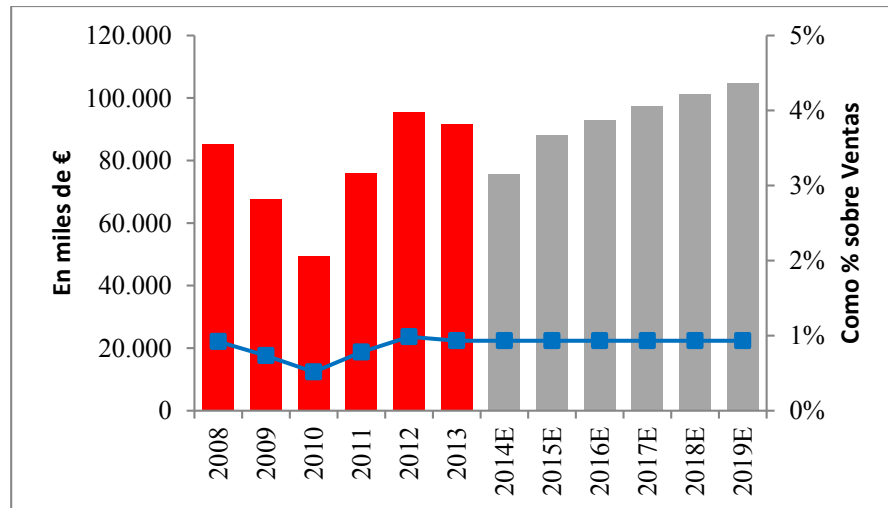
Y en base a este análisis, que muestra un descenso de los días en los años analizados, se ha considerado que el periodo medio de inventario proyectado sea de 20 días.

- **Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar:** Para su proyección se ha calculado el periodo medio de cobro histórico del Grupo DIA mediante la siguiente fórmula:

$$\text{Periodo de cobro} = \frac{\text{Saldo de clientes}}{\text{Ventas}} \times 365$$

Y en relación a este análisis se ha considerado que a partir de 2015 el periodo medio de cobro proyectado sea de 10 días, ya que se estima que los Clientes aumenten en mayor proporción que las Ventas.

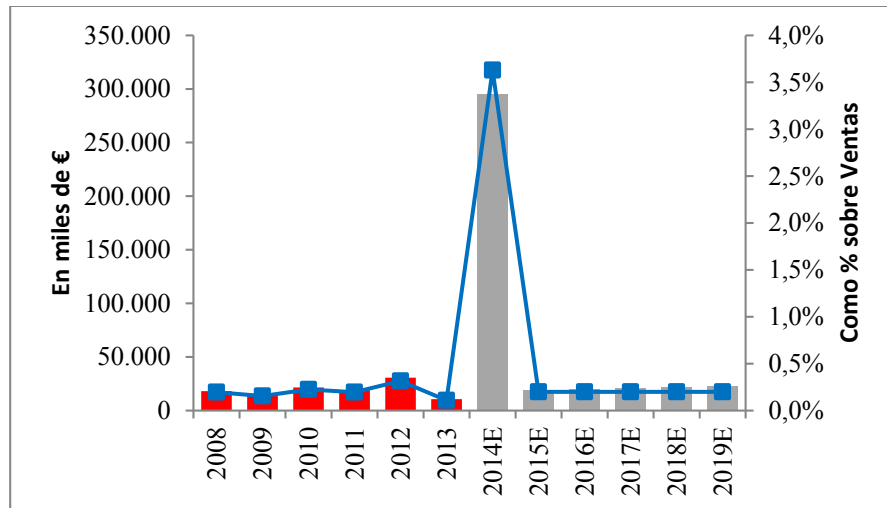
- **Otros Activos Corrientes:** Incluyen Activos por impuestos corrientes y Otros activos -que recoge principalmente el importe de pagos anticipados por arrendamientos operativos. Se han proyectado como porcentaje de las Ventas (1%), que es lo que vienen representando de media en los últimos cinco años, manteniéndose constante durante todo el periodo proyectado.



- **Otros activos financieros corrientes:** Corresponden principalmente a créditos al personal, importes pendientes de recibir de las compañías de seguros por siniestros e importes pendientes de recibir de proveedores y otros deudores por la redención de sus vales promocionales y medios de pago aceptados en los establecimientos.

Para su proyección se ha partido del Balance a 30 junio de 2014, puesto que esta partida tiene en cuenta un préstamo por importe de 260.000 miles de euros que el Grupo mantiene con su filial DIA France cuya partida se encuentra clasificada en pasivos asociados con activos no corrientes mantenidos para la venta. Por lo que se ha mantenido estable hasta finalizar el ejercicio 2014.

Sin embargo, a partir de 2015 se han proyectado como porcentaje sobre las Ventas (0,2%) que es lo que viene representando de media hasta 2013, manteniéndose constante durante todo el periodo proyectado.



- **Efectivo y otros equivalentes:** Para su proyección, primero se ha calculado el Total de efectivo y otros equivalentes generado en cada año, que será el resultado de sumar el Beneficio Neto, las variaciones del Activo y las variaciones del Pasivo. De tal forma que el Efectivo y otros equivalentes del final del ejercicio será el resultado del Efectivo y otros equivalentes del año anterior más el Total de efectivos y otros equivalentes generado en el año en curso.

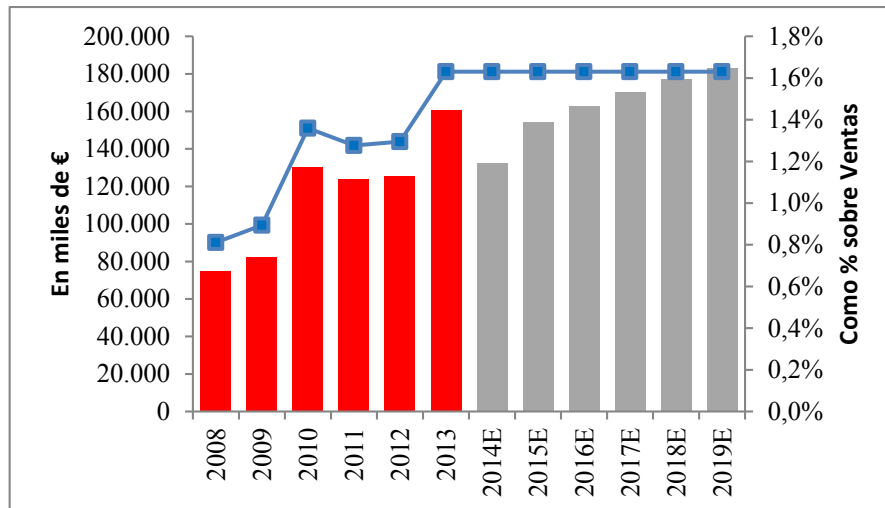
Del Pasivo Exigible y Patrimonio Neto:

- **Total Patrimonio Neto:** Se verá afectado sólo por el Beneficio Neto, que a su vez impactará en las Reservas. De tal forma que las Reservas del próximo año serán el resultado de la suma de las Reservas y Beneficio Neto del año anterior.
Señalar que en su proyección se ha asumido un Pay-out del 0%.
- **Deuda Financiera:** Incluye Deuda financiera no Corriente y Corriente y Otros pasivos financieros no Corrientes y Corrientes. Para su proyección se ha partido del Balance a 30 de junio de 2014, se ha considerado un calendario aproximado de repago al de sus cuentas anuales, y en 2015 se ha incluido la deuda estimada del Grupo El Árbol y un repago extraordinario debido a la venta de DIA France. Los repagos solo se llevarán a cabo si se genera suficiente Efectivo y otros equivalentes.
- **Acreedores y otros deudores:** Para su proyección se ha calculado el periodo medio de pago a acreedores y otros deudores histórico a través de la siguiente fórmula:

$$\text{Periodo de Pago} = \frac{\text{Acreedores y otros deudores}}{\text{Aprovisionamientos}} \times 365$$

Y en base a este análisis se ha considerado que el periodo medio de pago proyectado sea de 85 días, en línea con el histórico.

- **Otros pasivos corrientes:** Incluye Pasivos por impuestos corrientes y Pasivos por impuesto sobre ganancias corrientes. Y para su proyección se han estimado como porcentaje sobre las ventas (1,6%), que es lo que representó en 2013, manteniéndose constante durante todo el periodo proyectado.





6. Valoración por Descuento de Flujos de Caja

6.1 Descripción de la metodología

6.2 Aplicación de la metodología

6.3 Resultado de la aplicación



6.1 Descripción de la metodología

El Descuento de Flujos de Caja es un método de valoración dinámico puesto que estima el valor de una empresa a partir de la actualización de los flujos de caja que será capaz de generar dicha empresa en el futuro (PricewaterhouseCoopers, 2003). Estos flujos deben descontarse a tasa de descuento apropiada que recoja el coste de oportunidad de no estar invirtiendo dichos fondos en una inversión alternativa de idéntico riesgo. Esta tasa se denomina Coste Medio Ponderado del Capital o WACC (“Weighted Average Cost of Capital”) y se calcula a través de la siguiente fórmula:

$$WACC = \frac{E \times Ke + D \times Kd \times (1 - T)}{E + D}$$

siendo:

D = Valor de mercado de la deuda

E = Valor de mercado de las acciones o recursos propios

Kd = Coste de la deuda neta de impuestos

T = Tasa impositiva

Ke = Costes de los fondos propios

Por un lado, para determinar el Valor de los fondos propios, (E), se ha utilizado la capitalización bursátil de la empresa, y para calcular su coste, (Ke), se ha escogido el método del CAPM (“Capital Asset Pricing Model”):

$$Ke = Rf + \text{Beta} \times (Rm - Rf)$$

donde:

Rf = Rentabilidad del títulos sin riesgo, Renta fija

Rm = Rentabilidad esperada del mercado

Beta = Coeficiente de riesgo específico de la empresa

(Rm – Rf) = prima de riesgo

Y por otro lado, para determinar el Valor de la deuda, (D), se ha utilizado como mejor aproximación al valor de mercado su valor contable, y para calcular su coste (Kd), se ha utilizado el tipo de interés aplicado a la deuda de un ejercicio finalizado:

$$Kd = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deuda financiera}}$$

Además de los Flujos de caja obtenidos de las proyecciones financieras es necesario considerar un Valor residual, que refleja el valor de la empresa a partir del último periodo proyectado. Se calcula como el valor actual de una renta perpetua mediante la siguiente fórmula:

$$V_r = \frac{FC_n \times (1 + g)}{WACC - g}$$

siendo:

V_r = Valor residual

FC_n = Flujo del último año proyectado

g = Crecimiento del flujo a partir del año n

$WACC$ = Tasa de descuento

Por lo tanto, el valor de una empresa puede definirse de la siguiente manera:

$$V_e = \frac{CF_1}{1 + WACC} + \frac{CF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{CF_n + V_r}{(1 + WACC)^n}$$

6.2 Aplicación de la metodología

A continuación se presenta el modelo de Descuento de Flujos de Caja.

(miles de €)	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	VT
EBIT	361.639	331.115	349.884	366.920	382.685	395.882	401.821
Impuesto	(108.492)	(92.712)	(87.471)	(91.730)	(95.671)	(98.971)	(100.455)
NOPLAT	253.147	238.403	262.413	275.190	287.014	296.912	301.365
Amortización	228.764	266.296	280.896	294.056	306.154	316.158	412.732
Variación del WC	(42.786)	109.806	65.446	59.263	54.717	45.611	20.898
Capex	(298.644)	(347.639)	(366.699)	(383.880)	(399.673)	(412.733)	(412.732)
Flujo de Caja Libre	140.482	266.865	242.055	244.629	248.212	245.948	322.263
Porcentaje del Flujo atribuible	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Flujo de Caja Libre atribuible	70.241	266.865	242.055	244.629	248.212	245.948	322.263
Valor terminal							4.926.547
WACC	8,0%						
G	1,5%						
Periodo "Mid year discount"	0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	5,00
Factor	0,98	0,93	0,86	0,79	0,73	0,68	0,68
Flujo de caja descontado	68.896	247.003	207.364	193.971	182.164	167.068	3.346.512
WACC							
Valor Periodo Proyectado	1.066.467		7,5%	7,8%	8,0%	8,3%	8,5%
Valor Terminal	3.346.512	1,3%	4.167.379	3.982.909	3.812.221	3.653.836	3.506.478
Total Valor Empresa (EV)	4.412.979	1,4%	4.229.083	4.039.381	3.864.062	3.701.560	3.550.527
		G 1,5%	4.292.830	4.097.648	3.917.488	3.750.689	3.595.826
Deuda Financiera	(1.276.131)	1,6%	4.358.723	4.157.798	3.972.573	3.801.286	3.642.431
Caja y Otros Activos Financ.	503.236	1,7%	4.426.871	4.219.922	4.029.395	3.853.419	3.690.398
Provisiones	(46.934)						
(EqV) Venta de DIA France	278.549						
(EqV) Compra de El Árbol	(155.269)		7,5%	7,8%	8,0%	8,3%	8,5%
Activos por impuestos diferidos	201.811	1,3%	6,40	6,12	5,86	5,61	5,39
Pasivos por impuestos diferidos	(753)	1,4%	6,50	6,20	5,93	5,69	5,45
Total Valor Empresa (EqV)	3.917.488	G 1,5%	6,59	6,29	6,02	5,76	5,52
Nº Acciones	651.071	1,6%	6,69	6,39	6,10	5,84	5,59
Valor por Acción	6,02	1,7%	6,80	6,48	6,19	5,92	5,67

Para la obtención de este modelo se han seguido los siguientes pasos:

- **Cálculo de los Flujos de Caja**

EBIT (Beneficio antes de interes e impuestos)
(-) Impuestos
= NOPLAT (Beneficio Operativo Neto despés de impuestos)
(+) Amortizaciones
(±) Variaciones del Working Capital¹ (Var. de Capital Circulante)
(-) Capex (Inversiones en activo fijo)
= Flujo de Caja Libre

- **Cálculo del Valor Terminal**

Se ha calculado como el valor actual de una renta perpetua del flujo de caja normalizado creciente a una tasa de crecimiento (g) descontado a la tasa de descuento. Para normalizar el flujo de caja del último año proyectado se ha procedido a relacionar el EBIT y el Capex que se espera a perpetuidad. Esta relación hace que se ajuste el Capex y la Amortización, de tal manera estas dos partidas sean iguales. Y para determinar la tasa de crecimiento a perpetuidad se ha escogido la inflación a largo plazo² ya que se espera que tanto los ingresos como los gastos aumenten en la misma medida.

- **Cálculo del Coste Medio Ponderado del Capital o WACC**

Por un lado, para estimar el Valor de los fondos propios, (E), se ha utilizado el cálculo de la capitalización bursátil³ y para determinar su coste, (Ke), se ha escogido el método del CAPM, para el cual se han utilizado los siguientes datos:

- o $R_f = 0,868\%$. Del bono alemán al ser considerado el más seguro.
- o $\beta_l = 0,93$. Para obtener la beta apalancada, se debe hallar la beta desapalancada que según Aswath Damodaran se sitúa en 0,74 para nuestro sector y aplicar la siguiente fórmula, con objeto de apalancar la beta a la estructura patrimonial del Grupo DIA:

$$\beta_l = \beta_u \left[1 + (1 - T) \times \frac{D}{E} \right]$$

- o $(R_m - R_f) = 8\%$. Prima de riesgo para España según Aswath Damodaran.

¹ Working Capital = (Existencias + Clientes y otros deudores + Otros activos corrientes) – (Acreedores comerciales y otros + Otros pasivos corrientes)

² Previsión de la Inflación a largo plazo (Boletín mensual de septiembre del BCE)

³ Precio de la acción × Total de acciones emitidas (5 de diciembre de 2014)

- o Riesgo país = 1,308%. Se ha tenido en cuenta el riesgo país (diferencia entre la tasa de interés que paga el bono español y el bono alemán), el cual no se incluye en la fórmula del CAPM.

Por otro lado, para estimar el Valor de mercado de la deuda (D) se ha utilizado su Valor contable, y para determinar su coste (Kd) se ha utilizado el tipo de interés real atribuido a un ejercicio finalizado.

$$Kd^4 = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deuda financiera}} = \frac{49.467}{1.077.924} = 4,6\%$$

Una vez obtenido el coste de la deuda bruto se le ha aplicado una tasa impositiva del 25% obteniendo así el coste neto.

A continuación se presenta una tabla con todos los valores:

E	3.726.077	E/(E+D)	74%
Ke	9,6%	Ke	9,6%
D	1.276.131	D/(E+D)	26%
Kd	3,4%	Kd	3,4%
WACC	8,0%	WACC	8,0%

- **Periodo de actualización**

Para actualizar los flujos de caja se ha utilizado la hipótesis de “Mid-year discount”, la cual asume que los flujos de caja se producen de forma lineal a lo largo de cada ejercicio económico, de tal forma que el flujo se actualiza desde la mitad de cada ejercicio, en lugar de desde el final cada uno de ellos.

- **Cálculo del Valor de la Empresa o EV**

Se ha sumado los Flujos de caja libres y el Valor terminal, ambos descontados a la tasa de descuento o WACC.

- **Cálculo del Valor de los Fondos Propios o EqV**

Partiendo del Valor de la Empresa previamente calculado, se procede a restar la Deuda financiera neta (Deuda Financiera – Caja y Otros Activos Financieros), las Provisiones, el EqV por la compra de Grupo El Árbol y sumar el EqV por la venta de DIA France, los beneficios fiscales obtenidos por dicha venta (Activo por

⁴ Correspondiente al ejercicio 2013

Impuesto Diferido) y, finalmente, se procede a restar el Pasivo por Impuestos Diferidos.

- **Cálculo del valor por acción**

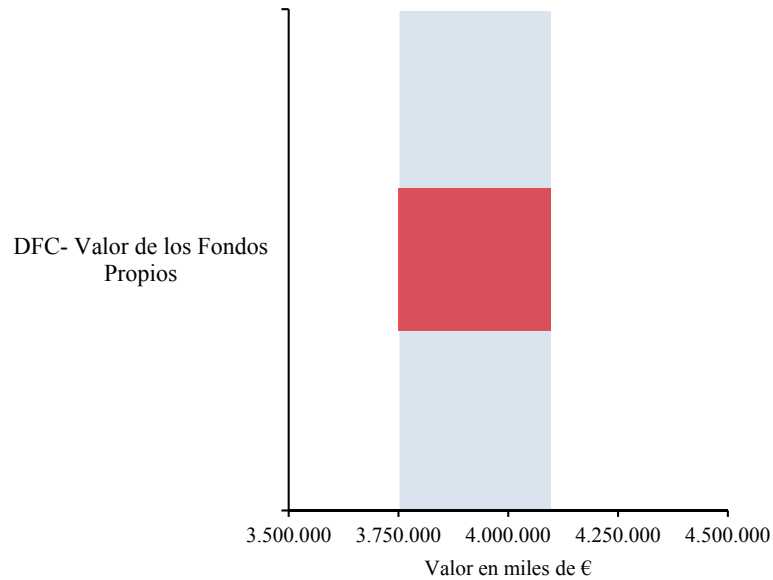
Tomando el Valor de los Fondos Propios o EqV se procede a dividirlo entre el número de acciones del Grupo DIA.

- **Análisis de sensibilidad**

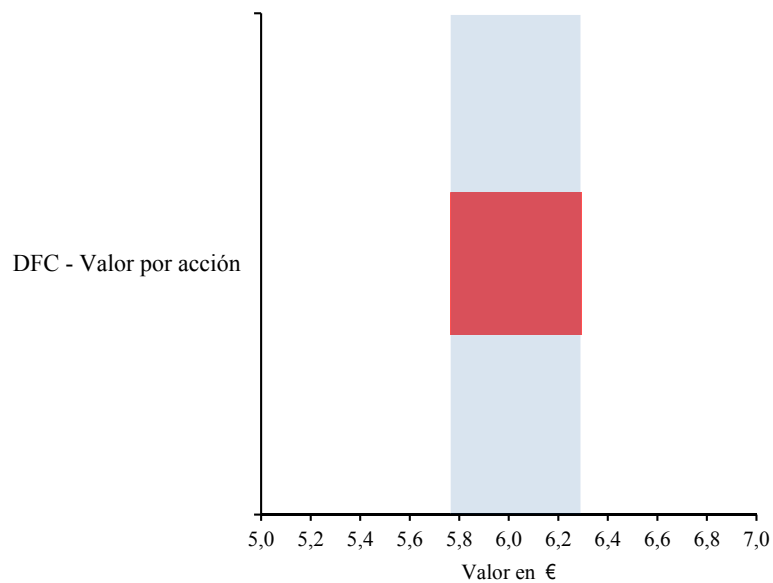
Una vez calculado el Valor de los Fondos Propios y su correspondiente valor por acción se ha procedido a realizar un análisis de sensibilidad, considerando como variables que pueden afectar a nuestra valoración el Coste de capital medio ponderado o WACC y la G, crecimiento a perpetuidad. De modo que se han modificado los porcentajes tanto a la baja como al alza en un 0,25% y en un 0,1%, respectivamente.

6.3 Resultado de la aplicación

A continuación, se muestra el resultado obtenido del Valor de los fondos propios como consecuencia de haber aplicado el análisis de sensibilidad anteriormente explicado.



Y el resultado del Valor por acción en idénticas circunstancias.





7. Valoración por múltiplos de compañías comparables cotizadas

7.1 Descripción de la metodología

7.2 Aplicación de la metodología

7.3 Resultado de la aplicación



7.1 Descripción de la metodología

La valoración por múltiplos de compañías comparables cotizadas se obtiene mediante la aplicación de algunos múltiplos a ciertas magnitudes de la empresa a valorar. Estos múltiplos muestran básicamente la relación entre el Valor Compañía y la capitalización bursátil de compañías comparables cotizadas y determinadas variables financieras u operativas de las mismas.

Este método se asienta sobre la base de que el mercado es eficiente, y que por lo tanto los valores obtenidos de la aplicación del mismo constituyen una buena aproximación del posible valor de la compañía a valorar en la medida que ésta se asemeje a las compañías comparables.

7.2 Aplicación de la metodología

Para la aplicación de esta metodología se ha seguido los siguientes pasos:

1. Identificación y selección de compañías cotizadas más comparables: Wal-Mart Stores, Inc. (Estados Unidos), Tesco PLC (Reino Unido), Carrefour S.A. (Francia), Royal Ahold NV (Países Bajos) y Companhia Brasileira de Distribuicao Pfd (Brasil).
2. Cálculo de múltiplos más importantes para los periodos 2013, 2014 y 2015 a los que cotizan estas compañías comparables. Los múltiplos seleccionados son: EV/Ventas, EV/EBIT y EV/EBITDA, siendo este último el que se va a aplicar, puesto que excluye términos no estrictamente homogéneos como las dotaciones por amortización.
3. Cálculo de la media y mediana del múltiplo seleccionado que servirá de rango.
4. Aplicación del múltiplo al EBITDA de 2014 del Grupo DIA.
5. Obtención del EV del Grupo DIA.
6. Deducción de la Deuda financiera neta y de otras partidas necesarias al EV.
7. Obtención del Valor de los fondos propios o “Equity Value” del Grupo DIA, que partido por el número de acciones determina un valor por acción.

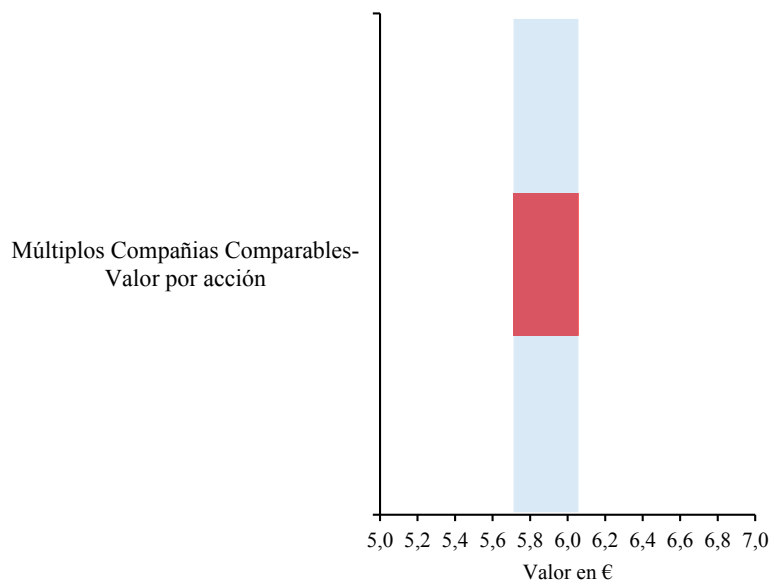
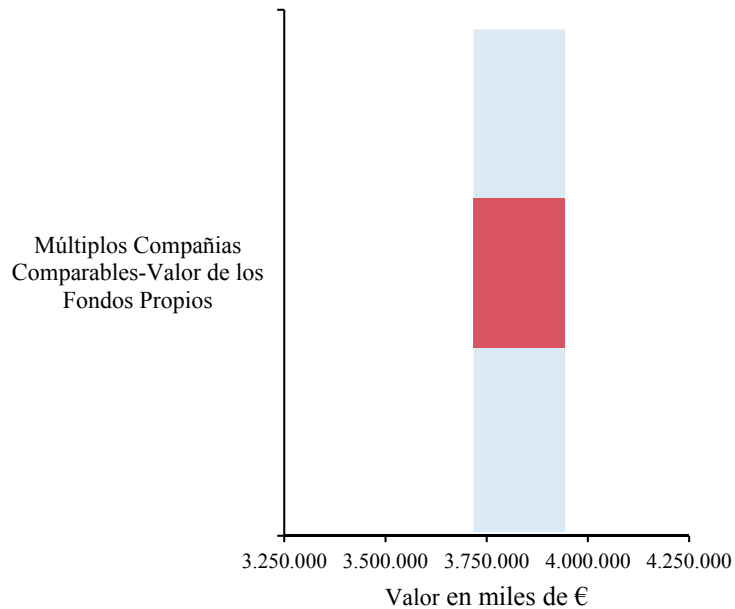
En la siguiente tabla se puede ver un extracto del resultado de la aplicación del múltiplo EV/EBITDA de las Compañías Cotizadas Comparables.

Compañías Cotizadas Comparables (miles de €)	EV/EBITDA 2014
Media	7,5 x
Mediana	7,1 x
EBITDA 2014	590.404
Valor de Empresa	
Media	4.438.724
Mediana	4.212.063
Deuda Financiera	(1.276.131)
Caja y Otros Activos Financieros	503.236
Provisiones	(46.934)
(EqV) DIA France	278.532
(EqV) Grupo el Arbol	(155.259)
Activos por impuestos diferidos	201.811
Pasivos por impuestos diferidos	(753)
Valor de los Fondos Propios	
Media	3.943.226
Mediana	3.716.565
Valor de las acciones	
Media	6,06
Mediana	5,71

En el **Anexo 5** se recoge un detalle de las Compañías Cotizadas Comparables que se han considerado para la valoración, así como los múltiplos a los que cotizan para el periodo comprendido entre 2013 y 2015.

7.3 Resultado de la aplicación

A continuación se muestra en dos gráficos el resultado obtenido por el método de múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables; en el primero se ofrecen los datos sobre el Valor de los Fondos Propios y, en el segundo, el valor por acción.





8. Valoración por múltiplos de transacciones de compañías comparables

8.1 Descripción de la metodología

8.2 Aplicación de la metodología

8.3 Resultado de la aplicación



8.1 Descripción de la metodología

La valoración por múltiplos de transacciones de compañías comparables es muy similar a la anterior metodología, pero a diferencia, los múltiplos a aplicar indican la relación entre el valor pagado en una transacción entre partes no vinculadas por las acciones de una compañía y determinadas variables financieras u operativas de la empresa adquirida.

8.2 Aplicación de la metodología

Para aplicar esta metodología se han seguido los siguientes pasos:

1. En base a una serie de transacciones sucedidas en los últimos cuatros años, se han seleccionado aquellas en las que la empresa adquirida es comparable al Grupo DIA. Para ello se han utilizado criterios tales como el ámbito geográfico en el desarrolla su actividad y modelo de negocio.
2. Se han seleccionado los siguientes múltiplos, EV/Ventas, EV/EBIT y EV/EBITDA, siendo este último el que finalmente se va a aplicar.
3. Cálculo de la media y mediana del múltiplo seleccionado que servirá de rango.
4. Aplicación del múltiplo al EBTIDA del Grupo DIA.
5. Obtención del EV del Grupo DIA.
6. Deducción de la Deuda financiera neta y de otras partidas necesarias al EV
7. Obtención del Valor de los fondos propios o “Equity Value” del Grupo DIA, que partido por el número de acciones determina un valor por acción.

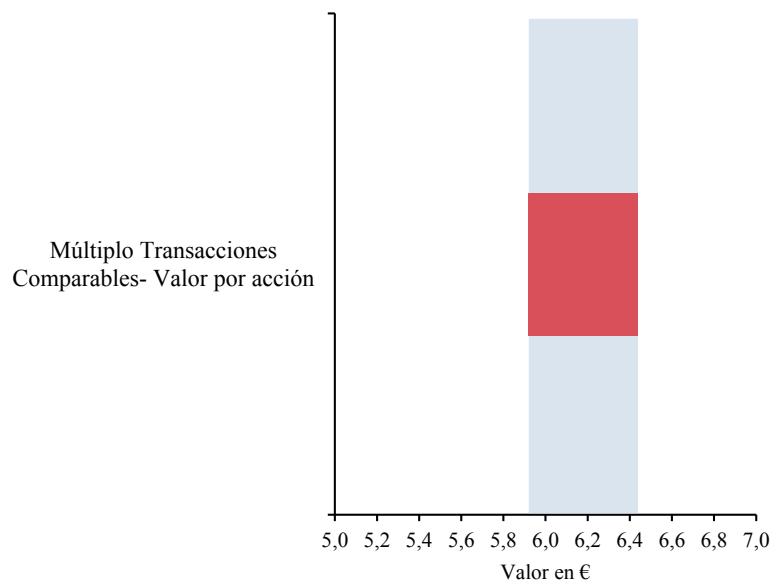
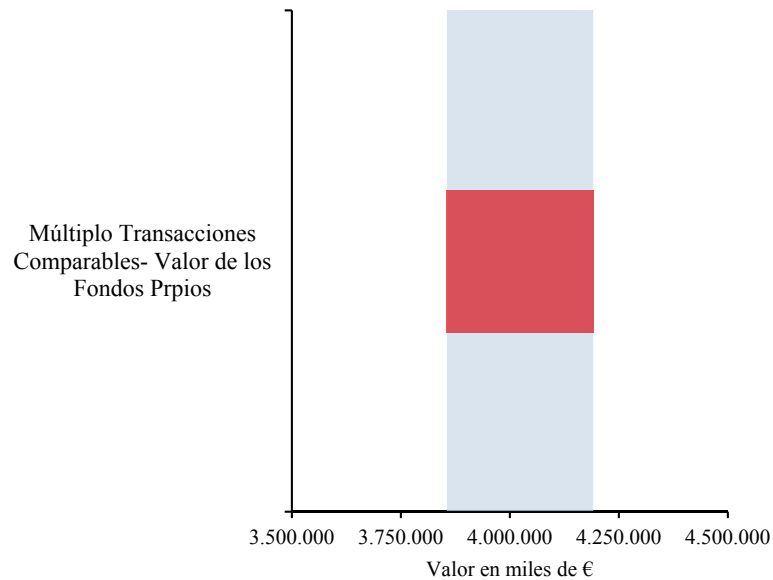
En la siguiente tabla se puede ver un extracto del resultado de la aplicación del múltiplo EV/EBITDA de las Transacciones de las compañías comparables.

Transacciones de compañías comparables (miles de €)	EV/EBITDA 2014
Media	7,9x
Mediana	7,4x
EBITDA 2014	590.404
Valor de Empresa	
Media	4.687.696
Mediana	4.350.359
Deuda Financiera	(1.276.131)
Caja y Otros Activos Financieros	503.236
Provisiones	(46.934)
(EqV) DIA France	278.532
(EqV) Grupo el Arbol	(155.259)
Activos por impuestos diferidos	201.811
Pasivos por impuestos diferidos	(753)
Valor de los Fondos Propios	
Media	4.192.198
Mediana	3.854.861
Valor de las acciones	
Media	6,44
Mediana	5,92

En el **Anexo 6** se recoge un detalle de las Transacciones de compañías que se han considerado para la valoración.

8.3 Resultado de la aplicación

A continuación se muestra en dos gráficos el resultado obtenido por el método de múltiplos de Transacciones de compañías comparables; en el primero se ofrecen los datos sobre el Valor de los Fondos Propios y, en el segundo, el valor por acción.



Conviene señalar que los múltiplos de transacciones (7,4x-7,9x) son superiores a los de múltiplos de compañías cotizadas (7,1x-7,5x) como consecuencia de las primas de que se pagan al adquirir el control en el as transacciones.



9. Contraste de la valoración obtenida con Informes de Analistas Bursátiles

9.1 Descripción de la metodología

9.2 Aplicación de la metodología

9.3 Resultado de la aplicación



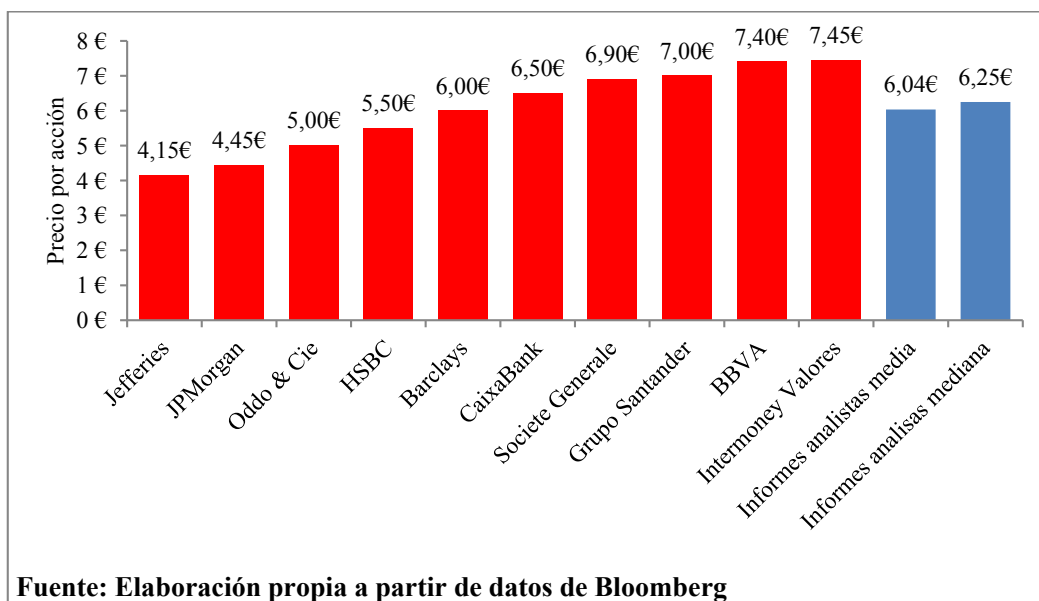
9.1 Descripción de la metodología

A propósito de obtener una comparación del precio objetivo de la acción se han escogido 10 analistas bursátiles especializados en este sector y que cubren al Grupo DIA. Los informes seleccionados han sido publicados entre el 21 de octubre de 2014 y el 5 de noviembre de 2014. De tal manera que si se calcula la media y la mediana de la muestra escogida resulta un rango del valor por acción que multiplicado por el número de acciones asignara un valor a los Fondos Propios.

9.2 Aplicación de la metodología

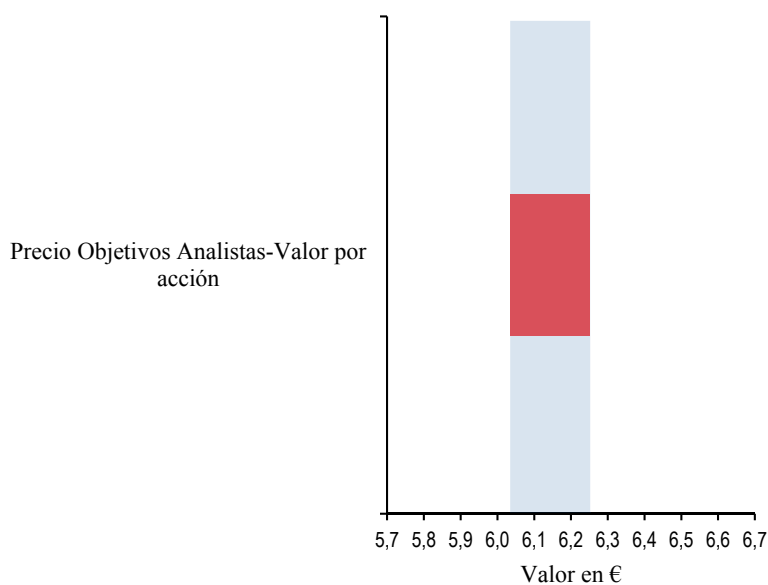
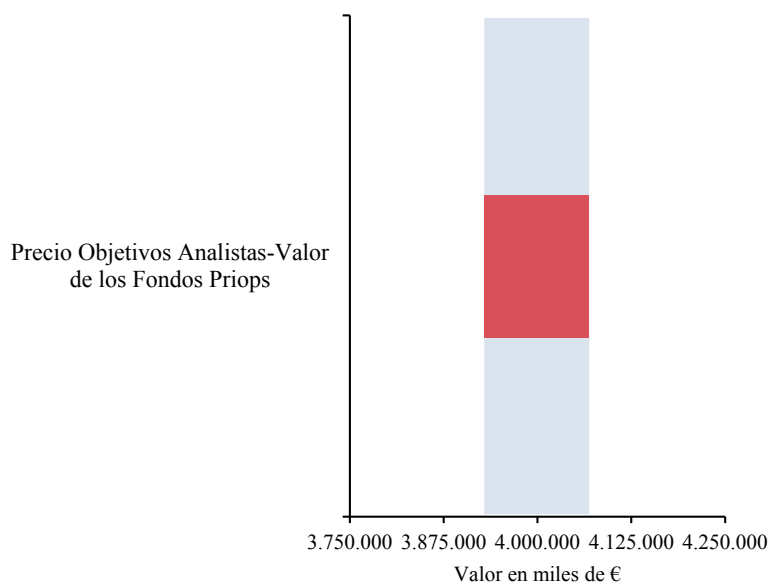
Una vez analizados los datos de los informes se puede concluir que los precios objetivos de la acción se sitúan entre 6,04€ y 6,25€, que multiplicado por el número de acciones asigna un Valor a los Fondos Propios comprendido entre 3.929.211 y 4.069.191 miles de euros.

A continuación se presenta el detalle de los precios objetivos analizados.



9.3 Resultado de la aplicación

A continuación se muestra en dos gráficos el resultado obtenido por el método Precio Objetivos Analistas; en el primero se ofrecen los datos sobre el Valor de los Fondos Propios y, en el segundo el Valor por acción.





10. Cotización histórica de la acción del Grupo DIA

10.1 Descripción de la metodología

10.2 Aplicación de la metodología

10.3 Resultado de la aplicación

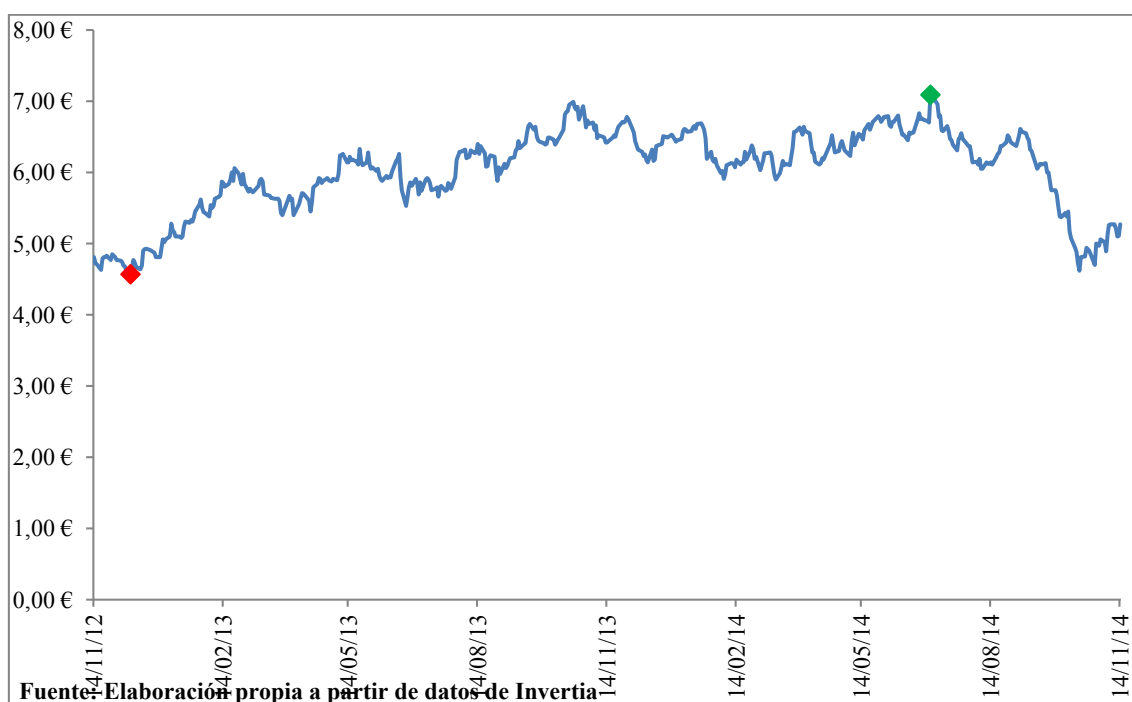


10.1 Descripción de la metodología

A modo de contraste se ha analizado la cotización histórica del Grupo DIA de los últimos dos años. De tal forma que si se calcula la media y la mediana del periodo analizado arroje un rango del Valor por acción, que multiplicado por el número de acciones asigne un Valor a los Fondos Propios.

10.2 Aplicación de la metodología

El siguiente gráfico presenta la evolución de la cotización histórica relativa al periodo seleccionado, que va del 14 de noviembre de 2012 al 14 de noviembre de 2014.



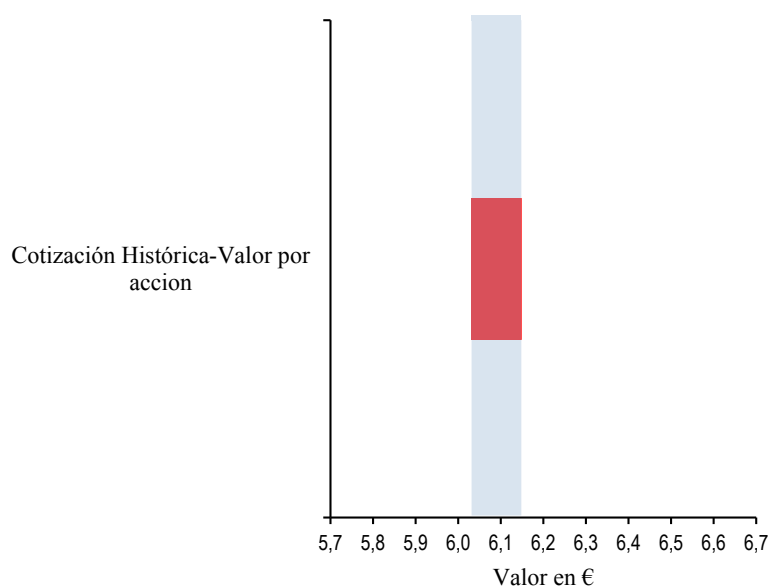
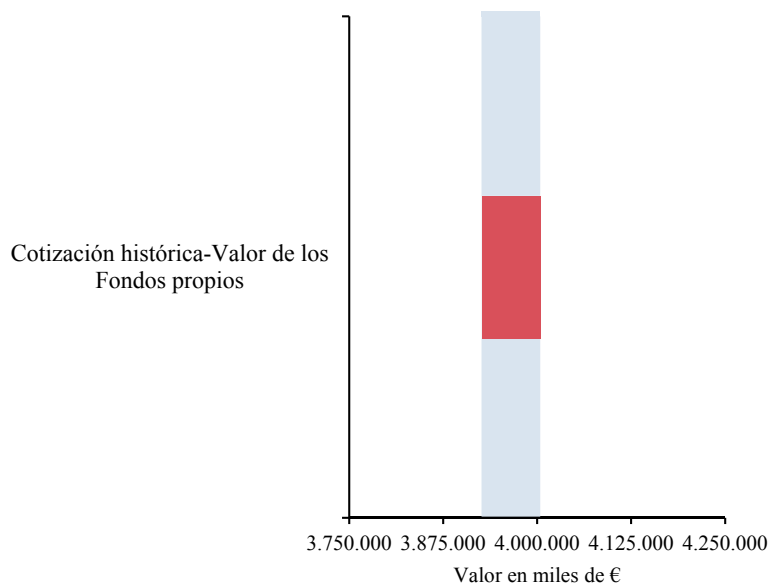
Si se analiza la evolución de la cotización se ve como ésta ha tenido distintos impulsos de aceleración hasta finales de 2013, como motivos de su ascenso se puede mencionar la adquisición de Schlecker anunciada en septiembre de 2012, los planes del Grupo difundidos en el Día del inversor de octubre de 2012, la venta del negocio de Turquía y la última noticia de las negociaciones con el Grupo El Árbol.

En 2014 el anuncio de la salida de Francia y la compra del El Árbol hizo que las acciones superasen los 7 euros fácilmente. Sin embargo en los meses de septiembre y octubre sin saber muy bien por qué cayeron hasta los 4,62 euros, cuyas razones pueden estar según los expertos en las expectativas de subida, caída o estabilización del consumo de los hogares dejando de lado las propias cuentas del Grupo.

En base a lo anterior, se puede concluir que si se toma la media y la mediana sobre la población de datos analizada, la cotización histórica se sitúa entre 6,03€ y 6,15€; situándose el Valor de los Fondos Propios entre 3.926.401 y 4.004.084 miles de euros.

10.3 Resultado de la aplicación

A continuación se muestra en dos gráficos el resultado obtenido por el método Cotización histórica; en el primero se ofrecen los datos sobre el Valor de los Fondos Propios y, en el segundo el Valor por acción.



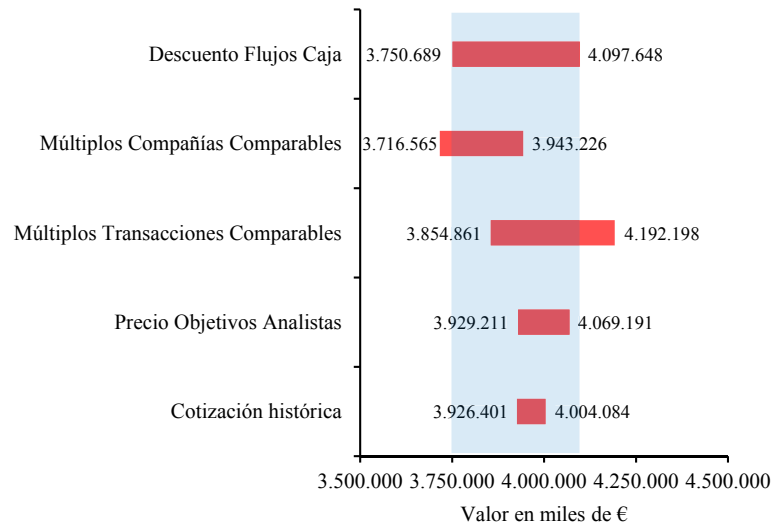


11. Conclusiones

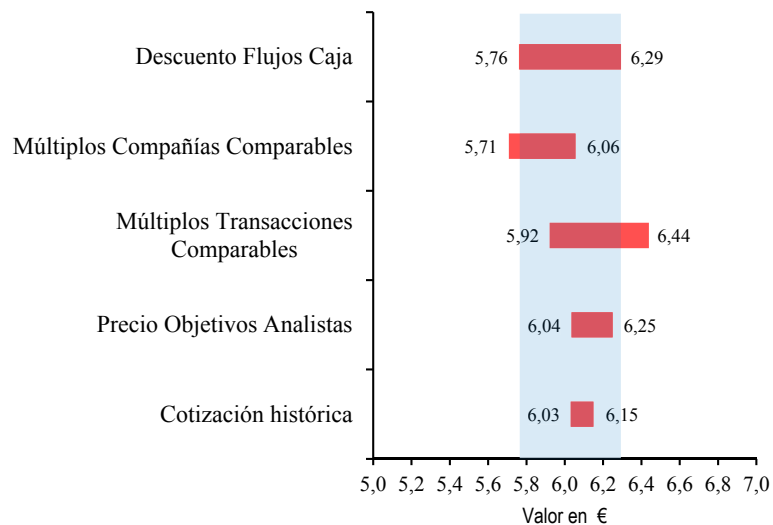


A continuación se muestra en dos gráficos el resultado obtenido tanto por el método de Descuento de Flujos de Caja, así como por los demás métodos de contraste realizados.

Valor de los Fondos Propios



Valor por acción



Tras el detallado análisis de las diferentes metodologías que se han desglosado en los puntos anteriores de este trabajo, conviene recordar que el Descuento de Flujos de Caja es la metodología principal escogida para determinar el Valor de los Fondos Propios.

A partir de dicha metodología, se puede concluir que el Valor de los Fondos Propios del Grupo DIA se encuentra comprendido en un rango entre 3.750.689 y 4.097.648 miles de euros aproximadamente. Asimismo, el valor por acción, se encuentra comprendido entre 5,76 y 6,29 euros.

Glosario

BCE	Banco Central Europeo.
BdE	Banco de España.
Capex	“Capital Expenditures”, por sus siglas en inglés. Inversiones en activo fijo.
CAPM	“Capital Asset Pricing Model”, por sus siglas en inglés. Modelo de determinación del coste del accionista.
CNMC	Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia.
CO-FO	“Company Owned-Company Operated”, por sus siglas en inglés. Tiendas gestionadas directamente por el Grupo DIA.
CO-FO	“Company Owned- Franchise Operated” por sus siglas en inglés. Franquicia cuya titularidad corresponde al Grupo DIA.
DFC	Descuento de Flujos de Caja.
EBIT“	Earnings Before Interest and Taxes, por sus siglas en inglés. Beneficio ante de intereses e impuestos.
EBITDA	“Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, por sus siglas en inglés. Beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones.
EqV	“Equity Value”, por sus siglas en inglés. Valor de los Fondos Propios.
Euribor	“European Interbank Offered Rate”, por sus siglas en inglés. Tipo de Mercado Interbancario Europeo.
EV	“Enterprise Value”, por sus siglas en inglés. Valor de Empresa.
FM	Fondo de maniobra.
FMI	Fondo Monetario Internacional.
FO-FO	“Franchise Owned-Franchise Operated” por sus siglas en inglés. Franquicia cuya titularidad corresponde al franquiciado.
INE	Instituto Nacional de Estadística.
IPC	Índice de precios al consumo.
IPCA	Índice de Precios de Consumo Armonizado.
LN	Liquidez Neta.
MDD	Marca Distribuidor.

NOF	Necesidades operativas de fondos.
NOPLAT	“Net Operating Profit Less Adjusted for Taxes, por sus siglas en inglés. Beneficio Operativo Neto ajustado después de impuestos.
Pay-Out	Reparto de dividendos.
Pbs	Puntos básicos (1/100 de un punto porcentual).
PIB	Producto Interior Bruto.
ROA	“Return On Assets” por sus siglas en inglés. Rentabilidad económica
ROE	“Return On Equity” por sus siglas en inglés. Rentabilidad financiera.
VT	Valor terminal.
WACC	“Weighted Average Cost of Capital, por sus siglas en inglés. Coste Medio Ponderado de Capital).

Bibliografía

Alcover, S. (2009). Metodología del descuento de flujos de caja (DCF). Aplicación a una empresa de distribución minorista. *Revista de Contabilidad y Dirección*. [internet] Disponible en: <[http://accid.org/revista/documents/Metodologia_del_descuento_de_flujos_de_caja_\(DCF\)_._Aplicacion_a_una_empresa_de_distribucion_minorista._Santi_Alcover.pdf](http://accid.org/revista/documents/Metodologia_del_descuento_de_flujos_de_caja_(DCF)_._Aplicacion_a_una_empresa_de_distribucion_minorista._Santi_Alcover.pdf)> [15 de noviembre de 2014]

Afi (2009). Valoraciones de participaciones de control. *Informe semanal (SAIE)* [internet] Disponible en: <http://azure.afi.es/ContentWeb/EmpresasUnicaja/valoraciones/participaciones/control/contenido_sidN_1052279_sid2N_1052384_cidIL_990044_ctyLL_139_scidN_990044_u_tN_3.aspx?axisU=informe.pdf> [23 de noviembre de 2014]

Attenborough, T. et al. (2014) *Adieu France, Hola El Arbol*. Santander GBM. [5 de agosto de 2014]

Aubin, E et al. (2014) *Moving to the sidelines*. Morgan Stanley. [5 de agosto de 2014]

Banco Central Europeo (2014), *Boletín Mensual del BCE de Septiembre*. [pdf] Banco de España. Disponible en: <<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/14/Fich/bm1409.pdf>> [15 de noviembre de 2014]

Banco de España (2014) *Actualización de las proyecciones de la economía española (2014-2015)* [pdf] Banco de España. Disponible en: <<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Informes%20de%20proyecciones/Fich/be1412-proy.pdf>> [5 de enero de 2015]

Batty, E. (2014). *Las tiendas de precios bajos, principal canal de compra* [Internet] Disponible en: <<http://www.kantarworldpanel.com/es/Noticias/wpd2014>> [20 de septiembre de 2014]

Damodaran, A (2014) *Total Betas by Sector (for computing private Company costs of Equity)*. [internet] Damodaran, A. Disponible en: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html> [15 de noviembre de 2014]

Damodaran, A (2014) *Country Default Spreads and Risk Premiums*. [internet] Damodaran, A. Disponible en: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html> [15 de noviembre de 2014]

DIA (2011a). *Documento de Registro*. [internet] Comisión Nacional de Mercado de Valores. Disponible en: <<https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Folletos/FolletosAdmision.aspx?nif=A28164754>> [15 de agosto de 2014]

Dia corporate (2011b) *Cuentas anuales e informe de gestión consolidados 2011*. [pdf] Disponible en: <<http://www.diacorporate.com/recursos/doc/corporativo/20121217/201039981/cuentas-anuales-consolidadas-28022012.pdf>> [27 de agosto de 2014]

Dia corporate (2012) *Cuentas anuales e informe de gestión consolidados 2012*. [pdf] Disponible en: <<http://www.diacorporate.com/recursos/doc/corporativo/20121217/2012/cuentas-anuales-consolidadas-e-informe-de-gestion-consolidado-2012.pdf>> [27 de agosto de 2014]

Dia corporate (2013) *Cuentas anuales e informe de gestión consolidados 2013*. [pdf] Disponible en: <<http://www.diacorporate.com/recursos/doc/corporativo/20140220/2013/cuentas-anuales-e-informe-de-gestion-consolidados-2013.pdf>> [27 de agosto de 2014]

Dia corporate (2014a) *Día del Inversor 2014* [pdf] Dia corporate. Disponible en: <<http://www.diacorporate.com/recursos/doc/corporativo/20121219/investors-day/2014-investors-day-amando-sanchez-presentation.pdf>> [25 septiembre de 2014]

Dia corporate (2014a) *Día del Inversor 2014* [pdf] Dia corporate. Disponible en: <<http://www.diacorporate.com/recursos/doc/corporativo/20121219/investors-day/2014-investors-day-juan-cubillo-presentation.pdf>> [25 septiembre de 2014]

Dia corporate (2014a) *Día del Inversor 2014* [pdf] Dia corporate. Disponible en: <<http://www.diacorporate.com/recursos/doc/corporativo/20121219/investors-day/2014-investors-day-ricardo-curras-presentation.pdf>> [25 septiembre de 2014]

Dia corporate (2014b). *Estados financieros e informes de gestión consolidados 1S 2014*. [pdf] Disponible en: <<http://www.diacorporate.com/recursos/doc/corporativo/20140508/2014/estados-financieros-e-informes-de-gestion-consolidados-1s-2014.pdf>> [28 de julio de 2014]

Diario veloz (2014). *Los “Precios Cuidados” que no encontrás en los supermercados*. Diario veloz, [internet] n.d. Disponible en: <<http://m.diarioveloz.com/notas/121281-los-precios-cuidados-que-no-encontras-los-supermercados>> [25 de agosto de 2014]

European Central Bank (2014). *Key ECB interest rates* [Internet] Disponible en: <<https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>> [18 de octubre de 2014]

Fernández, F. (2011) DIA ¿una inversión de valor? *Desde mi atalaya*, [blog] 2 de octubre. Disponible en: <<http://www.desdemiatalaya.com/2011/10/dia-una-inversion-de-valor.html>> [2 de septiembre de 2014]

Fernández, F (2012) Mi charla en Bolsalia 2012: Análisis Fundamental. *Desde mi atalaya*, [blog] 8 de mayo. Disponible en: <<http://www.desdemiatalaya.com/2012/05/mi-charla-en-bolsalia-2012-analisis.html>> [2 de septiembre de 2014]

Fernández, F (2013) El motor de DIA parece gripado. *Desde mi atalaya*, [blog] 30 de octubre. Disponible en: <<http://www.desdemiatalaya.com/2013/10/el-motor-de-dia-parece-gripado.html>> [1 de septiembre de 2013]

Fernández, F (2013) DIA, alejándose cada vez más de su valor fundamental. *Desde mi atalaya*, [blog] 2 de diciembre. Disponible en: <<http://www.desdemiatalaya.com/2013/12/dia-alejandose-cada-vez-mas-de-su-valor.html>> [27 de agosto de 2014]

Fernández, F (2013) DIA y EL ÁRBOL ¿negociando? *Desde mi atalaya*, [blog] 24 de diciembre. Disponible en: <<http://www.desdemiatalaya.com/2013/12/dia-y-el-arbol-negociando.html>> [29 de agosto de 2014]

Fernández, F (2014). DIA: impacto de la venta del negocio en Francia. *Desde mi atalaya*, [blog] 29 de abril. Disponible en: <<http://www.desdemiatalaya.com/2014/04/dia-impacto-de-la-venta-del-negocio-en.html>> [25 de agosto de 2014]

Fernández, F (2014) Carrefour y Casino se postulan para comprar Dia Francia. *Mercadeando* [blog] 08 de mayo. Disponible en: <<http://www.granconsumo.tv/blogs/paco/carrefour-y-casino-se-postulan-para-comprar-dia-francia>> [29 de agosto de 2014]

Fernández, F (2014) DIA, objetivo global cumplido 2011-2013. *Desde mi atalaya*, [blog] 15 de mayo. Disponible en: <<http://www.desdemiatalaya.com/2014/05/dia-objetivo-global-cumplido-2011-2013.html>> [28 de agosto de 2014]

Fernández, F (2014) DIA compró El Árbol. *Desde mi atalaya*, [blog] 8 de julio. Disponible en: <<http://www.desdemiatalaya.com/2014/07/dia-compro-el-arbol.html>> [7 de septiembre de 2014]

Fernández, F (2014). DIA atrapada en el default argentino. *Desde mi atalaya*, [blog] 31 de julio. Disponible en: <<http://www.desdemiatalaya.com/2014/07/dia-atrapada-en-el-default-argentino.html>> [26 de agosto de 2014]

Fernández, F (2014) Buscando un nuevo valor en DIA. *Desde mi atalaya*, [blog] 3 de agosto. Disponible en: <<http://www.desdemiatalaya.com/2014/08/buscando-nuevo-valor-en-dia.html>> [8 de septiembre de 2014]

Fernández, F. (2014) DIA ¿Qué hago ahora con El Árbol?. *Desde mi atalaya*, [blog] 21 de agosto. Disponible en: <<http://www.desdemiatalaya.com/2014/08/dia-que-hago-ahora-con-el-arbol.html>> [5 de septiembre de 2014]

Fernández, F (2014) Las empresas del sector de la distribución y la manipulación contable. . *Desde mi atalaya*, [blog] 29 de agosto. Disponible en: <<http://www.desdemiatalaya.com/2014/08/las-empresas-del-sector-de-la.html>> [6 de septiembre de 2014]

Global-rates (2009). *Bancos centrales, relación de los tipos de interés actuales*. [internet] Disponible en: <<http://es.global-rates.com/tipos-de-interes/bancos-centrales/bancos-centrales.aspx>> [18 de octubre de 2014]

Instituto Nacional de Estadística (2014). *Contabilidad Nacional Trimestral (PIB)*. [pdf] Madrid: Instituto Nacional de Estadística. Disponible en: <<http://www.ine.es/prensa/cntr0214.pdf>> [15 de octubre de 2014]

Instituto Nacional de Estadística (2014). *Encuesta de Población Activa (EPA)* [pdf] Madrid: Instituto Nacional de Estadística. Disponible en: <<http://www.ine.es/daco/daco42/daco4211/epa0214.pdf>> [15 de octubre de 2014]

Instituto Nacional de Estadística (2014). *Índice de Precios al Consumo (IPC)* [pdf] Madrid: Instituto Nacional de Estadística. Disponible en: <<http://www.ine.es/daco/daco42/daco421/ipc0914.pdf>> [17 de octubre de 2014]

Internacional Monetary Fund (2014) World Economic Outlook Database. [internet] Internacional Monetary Fund. Disponible en: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx>> [15 de octubre de 2014]

Invertia (2014). Cotización histórica de DIA. [internet] Bolsa de Madrid. Disponible en: <<http://www.invertia.com/mercados/bolsa/empresas/dia/historico-rv011dia>> [14 de noviembre de 2014]



Martínez, A. y Labatut, G. (2014) Valoración de empresas mediante el método de descuento de descuento de flujos de tesorería. *Revista de Estrategia financiera*, 312, pp. 48-55.

PricewaterhouseCoopers (Miguel Sanjurjo y Mar Reinoso, comp) (2003) *Guía de valoración de empresas*. 2ª Ed, Madrid, Pearson Educación.

Sánchez, R. (2014). El BCE baja los tipos de interés al 0,05% por el riesgo de deflación. *El mundo* [Internet] 4 de septiembre. Disponible en: <<http://www.elmundo.es/economia/2014/09/04/54084c56e2704eff178b4581.html>> [18 de octubre de 2014]

Valencoso, César (2014). *Balance y perspectivas Gran Consumo 2014* [pdf] Kantar Worldpanel. Disponible en : <<http://mkt.kantarworldpanel.com/Spain/Balance2013/balance2013.pdf>> [20 de Septiembre de 2014]

Valencoso, César (2014). *Río revuelto en Gran Consumo* [Internet] Disponible en: <<http://www.kantarworldpanel.com/es/Noticias/Rio-revuelto-en-Gran-Consumo>> [20 de septiembre de 2014]

Wall Street Oasis (2014). *Mid-Year Discount*. [internet] Disponible en: <<http://www.wallstreetoasis.com/finance-dictionary/what-is-mid-year-discount>> [28 de noviembre de 2014]

Agradecimientos

En especial, a Isabel Samaniego, gran responsable de mi éxito académico, por su ayuda incalculable, cariño y entendimiento. Y a su hijo, Marcos López, por su apoyo total. Gracias por todo.

A mi mentor, Luis García, una gran persona y un gran profesional, por sus lecciones no solo de finanzas sino también de cómo afrontar la vida. Sin su ayuda este trabajo no hubiese salido adelante. Y a su chica por su revisión.

A Don Guillermo Jiménez por haberme recomendado a Don Jorge Vasallo.

A Natalia Martínez Suarez, por hacer que este trabajo sea de calidad.

A mi padre, por todo lo que me ha dado, y a mi mamá por su cariño.

A mi madre, por ser mi motivo para seguir.

A mis tíos, Marcia Flores y Jimmy Muñoz, por su ayuda permanente. Y a mi primo, Paúl Muñoz, por sus detalles.

A mis primos, Vanesa Miranda y Jonathan Solís, por su aprecio.

A mi nana, Jessica Balladares, por su amistad incondicional.

A mi chica, Yomaira Macías, por su compañía y apoyo.

A mis guapillas, Melu, por sus recibimientos únicos e irremplazables.

A mis amigos, por sus gestos de solidaridad y apoyo.

A los amigos de mis amigos, Juan Antonio Jiménez y a Mar Serrano Castillo.

A la Parroquia Nuestra Señora de la Paz por haber puesto todos los medios posibles a mi disposición. Gracias Maricarmen, José Luis Franco, Bárbara, Javier Díaz y Fernando.

A Don José Manuel del Pozo, por sus terapias.

Al personal del gimnasio Retiro Sport Fitness por sus consejos alentadores.

A la Fundación Yoga, por haberme permitido editar este trabajo en formato libro. Y a Pedro López por sus apoyos.

Anexos

Anexo 1: Cuentas de Resultado Consolidadas históricas

<i>(miles de €)</i>	2008	2009	2010	2011 Reexp.	2012 Reexp.	2013
Ventas	9.239.835	9.226.629	9.588.045	9.728.544	9.707.554	9.844.338
Otros ingresos	64.439	66.145	84.951	114.953	131.793	142.927
Total de ingresos	9.304.274	9.292.774	9.672.996	9.843.497	9.839.347	9.987.265
Consumo de mercaderías y otros consumibles	(7.390.481)	(7.333.616)	(7.621.858)	(7.752.534)	(7.754.444)	(7.821.780)
Margen Bruto	1.913.793	1.959.158	2.051.138	2.090.963	2.084.903	2.165.485
Gastos de personal	(771.859)	(794.234)	(796.007)	(803.687)	(781.545)	(820.273)
Otros gastos de explotación	(704.490)	(729.712)	(748.029)	(726.174)	(687.961)	(703.587)
EBITDA ajustado¹	437.444	435.212	507.102	561.102	615.397	641.625
Amortización	(244.851)	(263.880)	(292.321)	(277.388)	(268.940)	(266.886)
EBIT ajustado¹	192.593	171.332	214.781	283.714	346.457	374.739
Elementos no recurrentes	(49.109)	4.106	(76.738)	(66.913)	(38.320)	(49.119)
EBIT	143.484	175.438	138.043	216.801	308.137	325.620
Ingresos financieros	5.351	2.461	5.945	8.614	26.211	9.822
Gastos financieros	(26.812)	(14.183)	(18.628)	(44.006)	(52.052)	(49.467)
Resultado procedente instrumentos financieros					(85)	(105)
Resultado de sociedades por el método de participación	42	(334)	(600)	870	1.070	554
RESULTADO FINANCIERO	(21.461)	(11.722)	(12.683)	(35.392)	(25.926)	(39.750)
B° ANTES DE IMPTOS. ACTIV. CONTINUADAS	122.065	163.382	124.760	182.279	283.281	286.424
Impuestos sobre Beneficios	(39.580)	(36.606)	(87.207)	(83.449)	(101.839)	(95.495)
B° DESPUÉS DE IMPTOS. ACTIV. CONTINUADAS	82.485	126.776	37.553	98.830	181.442	190.929
Resultado de las actividades interrumpidas	(7.967)	(8.990)	79.341	(4.456)	(35.056)	5.129
BENEFICIO NETO CONSOLIDADO	74.518	117.786	116.894	94.374	146.386	196.058
Beneficio del ejercicio atribuible a tenedores de instrumentos de patrimonio neto de la dominante	82.078	124.008	122.149	98.462	157.884	209.259
Beneficio de las actividades continuadas	88.453	131.200	41.129	102.918	181.901	190.929
Beneficio de las actividades interrumpidas	(6.375)	(7.192)	81.020	(4.456)	(24.017)	18.330
Rdo. de act. Cont. atribuido a part. no dominantes	(5.968)	(4.424)	(3.576)	(4.088)	(459)	-
Rdo. de act. Int. atribuido a part. no dominantes	(1.592)	(1.798)	(1.679)	-	(11.039)	(13.201)

Anexo 2: Balance consolidado histórico

ACTIVO

<i>(miles de €)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Inmovilizado material	1.626.258	1.632.215	1.597.421	1.625.960	1.618.631	1.601.651
Fondo de comercio	418.025	413.941	414.435	416.543	422.966	454.388
Otros activos intangibles	42.919	43.679	45.419	44.376	38.377	45.613
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	542	708	108	1.599	1.303	787
Otros activos financieros no corrientes	38.096	41.449	51.665	57.668	65.253	79.086
Créditos al consumo de actividades financieras	8.507	6.327	3.191	1.973	1.037	555
Activos por impuesto diferido	34.405	26.783	29.283	58.191	54.550	57.667
Activos no corrientes	2.168.752	2.165.102	2.141.522	2.206.310	2.202.117	2.239.747
Existencias	577.182	541.231	539.303	521.926	527.066	544.867
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	176.243	124.963	178.983	191.254	179.556	209.661
Créditos al consumo de actividades financieras	4.173	3.838	5.634	5.364	5.444	5.698
Activos por impuestos corrientes	63.152	44.225	38.392	61.705	80.218	77.651
Otros activos financieros corrientes	18.159	14.276	21.615	18.981	30.643	10.714
Otros activos	22.024	23.375	11.097	14.100	15.299	14.112
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	304.679	250.778	316.842	289.943	350.425	262.037
Activos no corrientes mantenidos para la venta	9.659	110.627			13.875	6.100
Activos corrientes	1.175.271	1.113.313	1.111.866	1.103.273	1.202.526	1.130.840
TOTAL ACTIVO	3.344.023	3.278.415	3.253.388	3.309.583	3.404.643	3.370.587

Fuente anexos 1 y 2: DIA corporate.

PASIVO Y PATRIMONIO NETO

<i>(miles de €)</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Capital	3.899	3.899	3.899	67.934	67.934	65.107
Prima de emisión	848.533	848.533	848.533	618.157	618.157	618.157
Reservas	(181.748)	(178.533)	(565.396)	(648.968)	(624.624)	(659.648)
Otros instrumentos de patrimonio propio	7.343	11.520	16.524	(37.066)	(53.089)	(10.510)
Beneficio neto del ejercicio	82.078	124.008	122.149	98.462	157.884	209.259
Diferencias de conversión	(12.209)	1.678	4.594	86	(13.516)	(37.909)
Ajustes de valor por operaciones de cobertura			(20)	167	(647)	(820)
Patrimonio neto atribuido a tenedores de instrumentos de la dominante	747.896	811.105	430.283	98.772	152.099	183.636
Participaciones no dominantes	(3.186)	(6.242)	(7.794)	5.844	(4.436)	
Total Patrimonio Neto	744.710	804.863	422.489	104.616	147.663	183.636
Deuda financiera no corriente	47.897	28.569	27.994	599.656	553.112	700.672
Provisiones	192.967	176.195	184.433	168.975	100.630	72.570
Otros pasivos financieros no corrientes						8.245
Pasivos por impuesto diferido	3.515	10.022	10.377	85.614	115.509	57.978
Pasivos no corrientes	244.379	214.786	222.804	854.245	769.251	839.465
Deuda financiera corriente	276.943	215.039	540.459	266.146	426.623	212.328
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.746.085	1.620.517	1.726.110	1.780.233	1.758.570	1.786.884
Refinanciación de los créditos al consumo	4.723	2.014	480			
Pasivos por impuestos corrientes	69.855	70.151	106.820	117.313	118.460	141.837
Pasivos por impuestos sobre ganancias corrientes	5.104	12.356	23.489	6.851	7.208	18.702
Otros pasivos financieros	227.439	224.381	208.190	178.287	154.687	156.679
Pasivos directamente asociados con activos no corrientes mantenidos para la venta	24.785	114.308	2.547	1.892	22.181	31.056
Pasivos corrientes	2.354.934	2.258.766	2.608.095	2.350.722	2.487.729	2.347.486
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	3.344.023	3.278.415	3.253.388	3.309.583	3.404.643	3.370.587

Anexo 3: Cuenta de Resultados proyectada

(miles de €)	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Ventas	8.125.900	9.459.038	9.977.640	10.445.109	10.874.837	11.230.189
Otros ingresos	117.978	236.476	259.419	282.018	304.495	325.675
Total de ingresos	8.243.878	9.695.513	10.237.058	10.727.127	11.179.332	11.555.865
Consumo de mercaderías y otros consumibles	(6.499.331)	(7.643.776)	(8.070.721)	(8.457.082)	(8.813.593)	(9.110.445)
Margen Bruto	1.744.546	2.051.738	2.166.338	2.270.045	2.365.739	2.445.420
Gastos de personal	(618.291)	(775.641)	(818.965)	(858.170)	(894.347)	(924.469)
Otros gastos de explotación	(535.852)	(678.686)	(716.594)	(750.899)	(782.553)	(808.911)
EBITDA ajustado¹	590.404	597.411	630.779	660.976	688.839	712.040
Amortización	(228.764)	(266.296)	(280.896)	(294.056)	(306.154)	(316.158)
EBIT ajustado¹	361.639	331.115	349.884	366.920	382.685	395.882
Elementos no recurrentes						
EBIT	361.639	331.115	349.884	366.920	382.685	395.882
Ingresos financieros	17.250	8.992	13.802	18.841	24.146	29.499
Gastos financieros	(51.097)	(25.081)	(19.680)	(14.279)	(8.878)	(3.477)
Resultado procedente Instrumentos financieros						
Resultado soc. por mét. participac.						
RESULTADO FINANCIERO	(33.847)	(16.089)	(5.878)	4.561	15.267	26.021
Bº ANTES DE IMPTOS. ACTIV. CONTINUADAS	327.792	315.026	344.005	371.481	397.953	421.904
Impuestos sobre Beneficios	(98.338)	(88.207)	(86.001)	(92.870)	(99.488)	(105.476)
Bº DESPUÉS DE IMPTOS. ACTIV. CONTINUADAS	229.455	226.819	258.004	278.611	298.465	316.428
Benef (pérdida) después de Imp. Interrumpidas						
BENEFICIO NETO CONSOLIDADO	229.455	226.819	258.004	278.611	298.465	316.428

Anexo 3.1: Evolución de las ventas en Iberia

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Ventas (miles de €)	5.117.529	5.283.695	5.461.242	6.465.314	6.688.162	6.890.380	7.084.232	7.244.239
<i>Var. en %</i>		3,2%	3,4%	18,4%	3,4%	3,0%	2,8%	2,3%
<i>de las cuales Schlecker/Clarel</i>		245.748	266.430	289.324	313.014	327.226	342.543	352.619
<i>de las cuales El Árbol</i>				800.000	807.376	816.612	827.939	839.091
Número de tiendas	3.497	4.792	5.004	5.648	5.848	5.978	6.088	6.153
<i>de las cuales DIA</i>	3.497	3.603	3.715	3.815	3.915	3.995	4.055	4.095
<i>de las cuales Schlecker/Clarel</i>		1.189	1.289	1.389	1.489	1.539	1.589	1.614
<i>de las cuales El Arbol</i>				444	444	444	444	444
Apertura de tiendas	117	166	212	200	200	130	110	65
<i>de las cuales DIA</i>	117	106	112	100	100	80	60	40
<i>de las cuales Schlecker/Clarel</i>		60	100	100	100	50	50	25
<i>de las cuales El Arbol</i>								
Venta por tienda								
<i>Tienda DIA</i>	1.463	1.398	1.398	1.409	1.422	1.438	1.458	1.478
<i>Tienda Schlecker/Clarel</i>		207	207	208	210	213	216	218
IPC			0,005%	0,775%	0,922%	1,144%	1,387%	1,347%

Fuentes: IMF World Economic Outlook (october 2014), DIA corporate.

Anexo 3.2: Evolución de las ventas en Brasil

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Ventas netas (miles de €)	1.350.538	1.440.693	1.638.156	1.877.230	2.079.896	2.247.570	2.380.414	2.470.718
<i>Var. en %</i>		6,7%	13,7%	14,6%	10,8%	8,1%	5,9%	3,8%
Tipo de cambio	2,52	2,85	3,09	3,25	3,39	3,51	3,62	3,73
Ventas netas (miles de BRL)	3.398.000	4.111.000	5.061.902	6.098.918	7.048.954	7.888.031	8.616.372	9.225.185
Número de tiendas	561	667	773	879	965	1.031	1.077	1.103
Nuevas tiendas	81	106	106	106	86	66	46	26
Venta por tienda en BRL	6.057	6.163	6.548	6.938	7.305	7.651	8.000	8.364
IPC			6,2%	6,0%	5,3%	4,7%	4,6%	4,5%

Anexo 3.3: Evolución de las ventas en Argentina

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Ventas netas (miles de €)	951.644	1.052.421	836.683	904.001	973.732	1.046.969	1.124.450	1.203.403
<i>Var. en %</i>		10,6%	-20,5%	8,0%	7,7%	7,5%	7,4%	7,0%
Tipo de cambio	5,84	7,23	10,87	11,97	13,16	14,43	15,79	17,29
Ventas netas (miles de ARS)	5.556.000	7.606.000	9.094.739	10.818.261	12.810.128	15.108.436	17.756.405	20.803.046
Número de tiendas	559	643	693	743	793	843	893	943
Nuevas tiendas	64	84	50	50	50	50	50	50
Venta por tienda	9.939	11.829	13.124	14.560	16.154	17.922	19.884	22.060
IPC			10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%

Anexo 3.4: Evolución de las ventas en China (Shanghái)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Ventas netas (miles de €)	148.299	168.772	189.820	212.493	235.850	260.190	285.742	311.829
<i>Var. en %</i>		13,8%	12,5%	11,9%	11,0%	10,3%	9,8%	9,1%
Número de tiendas	316	361	406	451	496	541	586	631
Nuevas tiendas	32	45	45	45	45	45	45	45
Venta por tienda	469	468	468	471	476	481	488	494
IPC			0,005%	0,775%	0,922%	1,144%	1,387%	1,347%

Fuentes anexos 3.2, 3.3 y 3.4: IMF World Economic Outlook (October 2014), DIA corporate.

Anexo 4: Balance de situación consolidado proyectado

ACTIVO

<i>(miles de €)</i>	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Inmovilizado material	1.147.946	1.226.622	1.309.612	1.396.490	1.486.943	1.580.351
Fondo de comercio	306.829	306.829	306.829	306.829	306.829	306.829
Otros activos intangibles	31.087	33.754	36.568	39.513	42.580	45.747
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación						
Otros activos financieros no corrientes	65.281	85.450	100.112	115.248	130.864	146.370
Créditos al consumo de actividades financieras	398	398	398	398	398	398
Activos por impuesto diferido	201.811	201.811	201.811	201.811	201.811	201.811
Activos no corrientes	1.753.351	1.854.864	1.955.330	2.060.290	2.169.425	2.281.506
Existencias	356.128	418.837	442.231	463.402	482.937	499.202
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	155.839	259.152	273.360	286.167	297.941	307.676
Créditos al consumo de actividades financieras	7.010	7.010	7.010	7.010	7.010	7.010
Otros activos Corrientes	75.745	88.171	93.006	97.363	101.369	104.681
Otros activos financieros corrientes	294.928	18.860	19.894	20.826	21.683	22.391
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	462.746	636.557	740.814	855.103	980.599	1.112.155
Activos no corrientes mantenidos para la venta	852.617					
Activos corrientes	2.205.013	1.428.587	1.576.314	1.729.871	1.891.538	2.053.116
TOTAL ACTIVO	3.958.365	3.283.451	3.531.645	3.790.160	4.060.963	4.334.622

PASIVO Y PATRIMONIO NETO

<i>(miles de €)</i>	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Capital	65.107	65.107	65.107	65.107	65.107	65.107
Prima de emisión	618.157	618.157	618.157	618.157	618.157	618.157
Reservas	(341.751)	(112.296)	114.522	372.526	651.137	949.602
Otros instrumentos de patrimonio propio	(5.112)	(5.112)	(5.112)	(5.112)	(5.112)	(5.112)
Beneficio neto del ejercicio	229.455	226.819	258.004	278.611	298.465	316.428
Diferencias de conversión	(36.339)	(36.339)	(36.339)	(36.339)	(36.339)	(36.339)
Ajustes de valor por operaciones de cobertura	(1.429)	(1.429)	(1.429)	(1.429)	(1.429)	(1.429)
Patrimonio neto atribuido a tenedores de instrumentos de la dominante	528.088	754.906	1.012.910	1.291.521	1.589.986	1.906.413
Participaciones no dominantes						
Total Patrimonio Neto	528.088	754.906	1.012.910	1.291.521	1.589.986	1.906.413
Deuda financiera	1.113.438	546.545	428.852	311.159	193.466	75.772
Provisiones	46.934	46.934	46.934	46.934	46.934	46.934
Pasivos por impuesto diferido	753	753	753	753	753	753
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.513.543	1.780.057	1.879.483	1.969.458	2.052.481	2.121.610
Otros pasivos corrientes	132.515	154.256	162.713	170.336	177.344	183.139
Pasivos directamente asociados con activos no corrientes mantenidos para la venta	623.094					
Pasivo Exigible	3.430.277	2.528.545	2.518.734	2.498.639	2.470.977	2.428.209
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	3.958.365	3.283.451	3.531.645	3.790.160	4.060.963	4.334.622

Anexo 5: Compañías Cotizadas Comparables

Compañía	País	Cap. Bursátil (€mm)	EV (€mm)	EV/Ventas			EV/EBITDA			EV/EBIT		
				2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
Wal-Mart Stores, Inc.	ESTADOS UNIDOS	228.479,8	271.794,1	0,7x	0,7x	0,7x	9,3x	9,1x	8,8x	12,4x	12,1x	11,7x
Tesco PLC	REINO UNIDO	18.709,6	28.119,0	0,4x	0,4x	0,4x	6,2x	6,8x	6,6x	10,4x	11,9x	11,3x
Carrefour SA	FRANCIA	17.660,3	27.471,3	0,4x	0,4x	0,3x	7,5x	7,1x	6,6x	12,3x	9,6x	10,5x
Royal Ahold NV	PAISES BAJOS	14.041,6	16.363,6	0,5x	0,5x	0,5x	7,4x	7,8x	7,4x	11,9x	12,9x	12,4x
Companhia Brasileira de Distribuicao Pfd	BRASIL	8.674,6	10.717,1	0,6x	0,5x	0,5x	8,0x	6,7x	6,0x	10,0x	8,8x	7,3x
Media				0,5x	0,5x	0,5x	7,7x	7,5x	7,1x	11,4x	11,1x	10,6x
Mediana				0,5x	0,5x	0,5x	7,5x	7,1x	6,6x	11,9x	11,9x	11,3x

Fuente: Factset

Anexo 6: Transacciones de Compañías Comparables

Nº	Fecha	Objetivo	Comprador	Vendedor	Importe transacción (M€)	%	Valor de la Empresa (M€)	EV/Ventas	EV/EBIT	EV/EBITDA
1	20/06/2014	DIA France	Carrefour SA	Distribuidora Internacional de Alimentación SA	600,0		600,0	0,3x	n.d.	n.d.
2	11/03/2014	Uyum Gida Ihtiyac Maddeleri AS (35.09% Stake)	Verimed Tibbi Urunler Lojistik Nakliyat ve Danismanlik San. ve Tic AS	n.d.	16,0	35.09%	53,9	0,4x	17,0x	8,1x
3	07/01/2014	Dansk Supermarked A/S (49% Stake)	F. Salling A/S	A.P. Moller - Maersk A/S	2.694,0	49%	5.498,0	0,8x	23,7x	n.d.
4	14/06/2013	Poslovni sistem Mercator dd	Agrokor d.d.	n.d.	1.385,0		1.384,7	0,5x	n.d.	n.s.
5	19/04/2013	Diasa Dia Sabanci Supermarketleri Ticaret A.S.	Yildiz Holding A.S.	Haci Omer Sabanci Holding AS; Distribuidora Internacional de Alimentación SA	127,0		127,2	0,3x	n.d.	n.d.
6	11/02/2013	ICA AB (60% Stake)	ICA Gruppen AB	Royal Ahold NV	2.319,0	60%	3.866,6	0,3x	10,1x	6,6x
7	11/10/2012	Caprabo, S.A. (16% Stake)	Eroski Sociedad Cooperativa Limitada De Consumo	Botet Family	200,0	16%	1.250,0	0,8x	64,4x	n.d.
8	08/10/2012	EKO Holding S.A.	Mid Europa Partners LLP	n.d.	95,0		95,4	0,3x	40,7x	15,1x
9	12/12/2011	Guyenne et Gascogne SA	Carrefour SA	n.d.	494,0		494,0	0,9x	47,5x	22,1x

10	25/07/2011	Caprabo, S.A. (9% Stake)	Eroski Sociedad Cooperativa Limitada De Consumo	La Caixa	125,0	9%	1.388,9	0,9x	n.d.	n.s.
11	19/03/2011	Capper & Co. Limited	A.F. Blakemore & Son Ltd	The Capper Family	78,0		78,1	0,2x	22,6x	8,2x
12	03/03/2011	Delta Maxi D O. O.	Delhaize Group SA	Delta Holding d.o.o.	951,0		950,5	1,4x	18,6x	15,7x
13	01/03/2011	Distribuidora Internacional de Alimentación SA	Carrefour SA (shareholders)	Carrefour SA	2.904,0		2.903,7	n.d.	n.d.	6,1x
14	06/12/2010	Kopeyka Trading House Ltd	X5 Retail Group N.V.	n.d.	1.238,0		1.238,3	1,1x	18,5x	13,4x
15	26/05/2010	Netto Foodstores Limited	ASDA Group Limited	Dansk Supermarked A/S	919,0		919,4	1,0x	102,3x	n.s.
							Media	0,6x	24,4x	7,9x
							Mediana	0,5x	18,5x	7,4x

n.d.: no disponible

n.s.: no significativo

Fuente: Megermarket